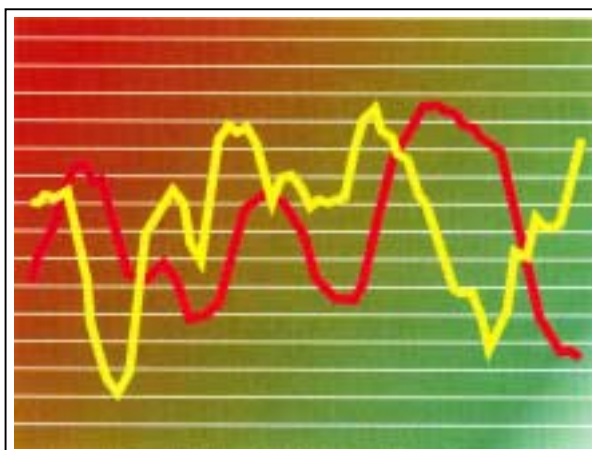


NOTE DE CONJONCTURE

JUIN 2003



NOTE DE CONJONCTURE

Juin 2003

© Insee 2003

Une version est disponible sur le serveur
Internet de l'Insee à l'adresse suivante :
<http://www.insee.fr>

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

■ **Rédacteurs en chefs :**
Michel Devilliers
Xavier Bonnet
Corinne Prost
Fabien Toutlemonde

■ **Contributeurs :**
Marie-Laure Arnould
Souheil Benmebkout
Suzanne Casaux
Emmanuel Chion
Élise Clément
Patrick Corbel
Véronique Cordey
Thibault Cruzet
Aurélien Daubaire
Jean-Philippe De Plazaola
Julien Deroyon
Hélène Erkel-Rousse
Jérôme Fabre
Nathalie Fourcade
Philippe Gallot
Agnès Greliche
Emmanuel Gros
Véronique Guihard
Thomas Heckel
Julie Labarthe
Ingrid Lefebvre
Brice Lepetit
Claudie Louvot
Karim Moussallam
Vladimir Passeron
Sébastien Perez-Duarte
Christophe Peter
Marie Reynaud
Fabrice Romans
Camille Rousseau
Sébastien Seguin
Salvatore Serravalle

■ **Secrétariat de Rédaction :**
Luis Cases

■ **Secrétariat :**
Catherine Berthod-Zaug

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

Rédaction achevée le 12 juin 2003

ISSN 0766-6268

Impression d'après documents fournis
JOUVE - PARIS

SITUATION ET PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

CONSOLIDATION

- Vue d'ensemble 9
- Des prévisions de mars 2003... Aux révisions de juin 2003 14

DOSSIERS

- La baisse récente du taux de marge est-elle transitoire ? 17
- Investissement des entreprises : le creux est-il passé ? 27

FICHES THÉMATIQUES

- Environnement international de la zone euro 41
- Conjoncture dans la zone euro 47
- Prix à la consommation au sein de la zone euro 52
- Pétrole et matières premières 57
- Échanges extérieurs 61
- Financement de l'économie 64
- Éléments du compte des administrations publiques 70
- Prix à la consommation 73
- Emploi 77
- Chômage 80
- Salaires 83
- Revenus des ménages 90
- Consommation des ménages 93
- Investissement 98
- Stocks 101
- Résultats des entreprises 105
- Production 106

COMPTE ASSOCIÉ

Consolidation

Après un fléchissement à la fin de 2002, la croissance française est redevenue positive au premier trimestre, grâce à la progression de la consommation, principal soutien de l'activité depuis deux ans. Dans le même temps, l'attente du conflit irakien a généré un climat de forte incertitude. La fin rapide des opérations militaires n'a permis qu'un redressement partiel des anticipations des entrepreneurs et des ménages. Pour les premiers, la baisse d'activité de pays voisins et la progression rapide du taux de change de l'euro ont constitué de nouvelles sources d'inquiétude. Pour les seconds, la progression du chômage est restée une préoccupation forte, un peu atténuée par le recul de l'inflation lié à la détente des cours du pétrole. Simultanément, l'effet sur la consommation des hausses de pouvoir d'achat de la fin 2002 s'est réduit. Dans ce contexte, l'activité aurait stagné au deuxième trimestre.

À la veille de l'été, l'environnement international de la zone euro reste peu porteur. Aux États-Unis, les signes attendus d'accélération de la croissance sont encore ténus. La progression du PIB reste également modérée au Royaume-Uni. Dans la zone euro, la stagnation de l'activité s'est poursuivie au premier trimestre et, au vu des dernières enquêtes de conjoncture, pourrait se prolonger au second.

Pour la deuxième moitié de l'année, les capacités de rebond apparaissent beaucoup plus significatives pour les États-Unis que pour la zone euro. La politique budgétaire y est nettement contra-cyclique et la politique monétaire depuis longtemps accommodante. Le désendettement des entreprises et l'ajustement de l'emploi y sont mieux engagés. Enfin, l'évolution récente des taux de change est fa-

vorable à la croissance à court terme aux États-Unis, alors qu'elle pèse sur les anticipations des entrepreneurs européens. Dans ces conditions, la croissance américaine accélérerait au second semestre, tout en restant en deçà de sa tendance de long terme. En zone euro, la progression de l'activité resterait très modérée, l'augmentation de la consommation étant limitée par le contexte budgétaire et la poursuite de l'ajustement de l'emploi, et le redressement de l'investissement restant lent en raison de la modestie des perspectives de demande.

L'économie française connaîtrait au second semestre une évolution très proche de celle observée en moyenne dans la zone euro. La consommation progresserait sur un rythme un peu supérieur à 1%, le pouvoir d'achat étant soutenu par le recul de l'inflation. Le glissement des prix avoisinerait en effet 1,5% en décembre. Avec le dégel de l'investissement et une contribution légèrement positive des stocks, mais négative des échanges extérieurs, le PIB progresserait à partir de l'été à un rythme proche de 1,5% l'an. En moyenne annuelle la croissance de 2003 serait ainsi de 0,8%. L'emploi continuerait de stagner, entraînant une progression régulière du taux de chômage, jusqu'à 9,6% en fin d'année. Une poursuite éventuelle de la dépréciation du dollar constituerait une préoccupation, notamment au travers des risques qu'elle ferait courir à l'économie allemande. À l'inverse, un aléa positif réside dans une amélioration rapide des anticipations dans la zone euro, sous l'influence de la reprise américaine et de la baisse de taux opérée par la BCE, qui compenserait l'effet défavorable à court terme des évolutions passées du change. ■

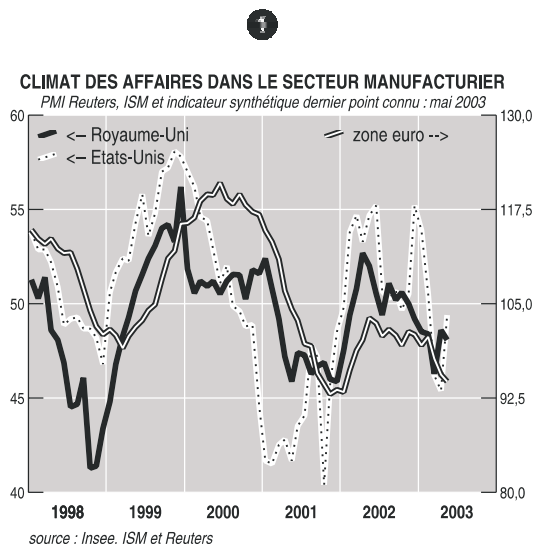
Jusqu'en mai, la conjoncture industrielle mondiale a été marquée par l'attentisme lié à la crise irakienne

Au premier trimestre, la croissance américaine s'est inscrite en deçà de son potentiel, en raison notamment de l'attentisme suscité par les incertitudes géopolitiques, qui s'est accentué au début du deuxième trimestre : la dégradation de l'indice synthétique ISM des industriels américains entamée en janvier s'est poursuivie jusqu'en avril. Dans cet environnement incertain, les entreprises ont préféré limiter le niveau de leur production, reporter leurs projets d'investissement et ralentir leur rythme de stockage. Ce comportement a été plus prononcé encore au Royaume-Uni, où le PIB a ralenti au premier trimestre.

Dans la zone euro, l'indice de la production industrielle a progressé au premier trimestre au même rythme qu'aux États-Unis (+0,1%). Les indicateurs de climat conjoncturel dans le secteur manufacturier montrent que cette faible croissance persiste encore dans la zone euro au printemps : ils continuent de se dégrader en mai 2003 quand l'indice américain rebondit nettement (cf. graphique 1).

La levée des incertitudes redonnerait du souffle aux économies américaine et britannique

Plusieurs facteurs devraient redynamiser la consommation chez les deux principaux partenaires de la zone euro. Tout d'abord, la baisse du prix du pétrole favoriserait le pouvoir d'achat des ménages. Après avoir atteint un pic à plus de 34 dollars le baril au début du mois de mars, le prix du baril de Brent a en effet connu une baisse de plus de 10 dollars à l'issue de l'intervention militaire en Irak. Davantage en ligne avec ses fondamentaux, le prix du pétrole se stabiliserait autour de 25 dollars le baril jusqu'à



l'automne, pour se replier faiblement en fin d'année vers 22 dollars le baril. Ces évolutions se traduiraient par un repli de l'inflation. La consommation serait soutenue par l'atténuation des effets de richesse négatifs liés à la chute des cours boursiers en 2002.

De plus, l'investissement reprendrait sa progression un temps suspendu, tant aux États-Unis qu'au Royaume-Uni, en liaison avec la meilleure orientation des anticipations et surtout l'assouplissement des conditions monétaires et financières. Le redressement des cours boursiers et la baisse des primes de risque reflètent la perception plus favorable des offreurs de capitaux quant à la situation financière des entreprises. Les anticipations d'évolution des taux directeurs, qui s'établissent déjà à des niveaux historiquement bas, sont orientées à la baisse, notamment aux États-Unis depuis les annonces de la Réserve Fédérale de début mai 2003. Au total, on assiste à un desserrement des conditions de crédit pour les entreprises, propice à l'accélération de l'investissement.

FRANCE : ÉQUILIBRE RESSOURCES-EMPLOIS EN VOLUME

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

		2001				2002				2003				2001	2002	2003
		1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.			
PIB	(100%)	0,6	-0,1	0,4	-0,3	0,7	0,5	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,4	2,1	1,2	0,8
Importations	(27%)	-1,6	-1,6	-0,9	-1,3	1,6	0,8	0,9	-0,6	0,7	0,8	1,0	1,2	1,4	0,7	2,3
Dépense de consommation des ménages	(54%)	1,3	0,3	0,8	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,6	0,1	0,3	0,3	2,7	1,4	1,5
Dépense de consommation des APU	(23%)	0,6	0,6	1,3	0,6	1,4	1,1	0,7	0,7	0,1	0,6	0,6	0,6	3,2	4,1	2,2
FBCF totale	(20%)	0,5	-0,9	0,1	-0,5	0,0	-0,4	-0,7	-1,1	0,4	0,2	0,3	0,6	2,1	-1,4	-0,4
dont : SNFEI	(12%)	0,4	-0,4	0,0	-0,8	-0,2	-1,4	-0,9	-1,7	0,5	0,3	0,5	0,9	3,5	-2,8	-0,9
Ménages	(5%)	1,1	-0,9	0,6	0,0	0,0	1,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,8	0,8	0,0
Exportations	(29%)	-0,3	-2,9	0,2	-1,8	1,6	1,8	0,8	-0,5	-0,7	0,0	0,2	0,8	1,8	1,2	0,1
Contributions																
Demande intérieure hors stocks		0,9	0,1	0,8	0,1	0,4	0,4	0,3	0,2	0,4	0,2	0,4	0,4	2,6	1,4	1,3
Variations de stocks		-0,7	0,2	-0,7	-0,2	0,3	-0,2	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,7	-0,4	0,1
Échanges de biens et services		0,4	-0,4	0,3	-0,2	0,0	0,3	0,0	0,0	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,6

Prévision

Un rebond modéré de l'activité ferait suite à l'amélioration de la demande des ménages et des entreprises. L'accélération de la croissance au troisième trimestre de 2003 serait moins prononcée au Royaume-Uni (+0,4% après +0,3% au deuxième trimestre) qu'aux États-Unis (+0,7% après +0,3%) du fait d'une consommation moins dynamique qu'en 2002, les ressources tirées par les ménages des mécanismes de refinancement hypothécaire étant en net ralentissement.

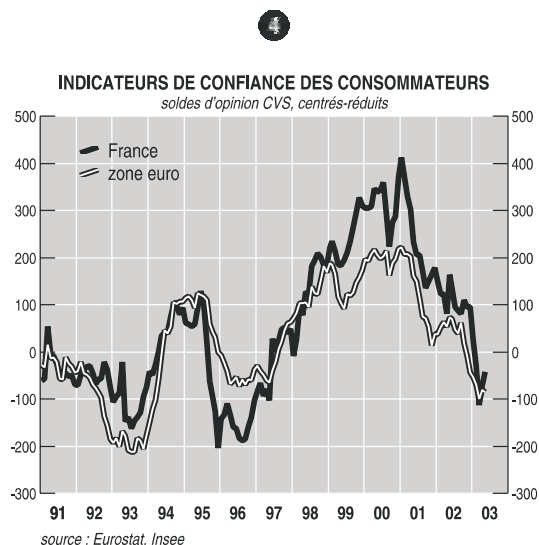
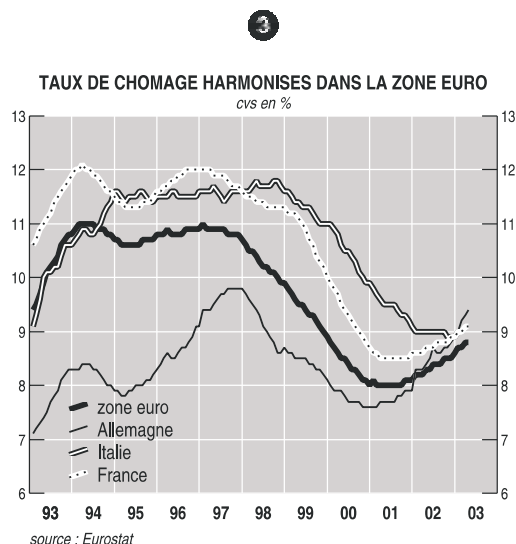
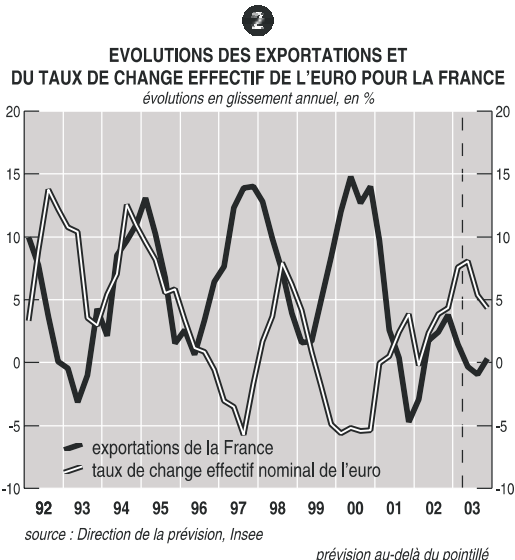
Les échanges mondiaux bénéficieraient progressivement de cette amélioration des conjonctures américaine et britannique. La fin des comportements attentistes entraînerait au printemps le rebond des importations des deux pays. Ce rebond serait aussi conforté par une accélération des exportations, favorisée par la récente dépréciation du dollar et de la livre face à l'euro.

En raison de l'appréciation de sa monnaie, la zone euro bénéficierait peu de la reprise du commerce mondial

En dépit d'un environnement international plus favorable, les échanges extérieurs alimenteraient peu la croissance de la zone euro en 2003. La contribution des échanges à la croissance, négative fin 2002 puis nulle au premier trimestre de 2003, resterait proche de zéro jusqu'en fin d'année. L'appréciation quasi continue de l'euro depuis un an s'est traduite en effet par une dégradation de la compétitivité-prix de la zone. Ainsi, les exportations extra-zone ne profiteraient pas pleinement du redressement des importations des deux principaux partenaires de la zone euro (Royaume-Uni, États-Unis). Les échanges intra-zone peineraient à pallier cette déficience en raison de la faiblesse de la demande intérieure. En France, il faudrait ainsi attendre le quatrième trimestre pour voir se dessiner un redressement des exportations, quand la demande intra-zone deviendrait plus porteuse (cf. graphique 2).

Sous l'effet de la détérioration du marché du travail, la consommation des ménages de la zone euro ne progresserait que très modérément

La consommation des ménages ne permettrait pas une nette reprise dans la zone euro ; elle progresserait sur un rythme de +0,2% par trimestre sur la seconde partie de l'année 2003. En effet, le ralentissement de l'emploi depuis le début de 2002 continuerait de peser sur les revenus des ménages. En outre, la hausse du taux de chômage favoriserait l'épargne de précaution (cf. graphique 3). Après une dégradation à l'hiver, la confiance des ménages est remontée légèrement depuis le mois d'avril, avec la résolution du conflit en Irak (cf. graphique 4) mais reste basse dans de nombreux pays de la zone euro.



A contrario, la baisse du prix du pétrole au printemps contribuerait au repli de l'inflation, ce qui soutiendrait le pouvoir d'achat. Ainsi, compte tenu des hypothèses retenues pour le prix du pétrole et d'un taux de change supposé stable à 1,15 dollar pour 1 euro, l'inflation de la zone euro se stabiliserait autour de +2,0% après avoir atteint un pic à +2,4% cet hiver. En France, l'inflation baisserait plus nettement encore : elle atteindrait +1,5% en décembre 2003 après +2,0% en juin (cf. graphique 5), même si une légère accélération des prix des produits manufacturés et de l'alimentation hors produits frais devrait entraîner une remontée faible et passagère de l'inflation sous-jacente au second semestre de 2003.

Comme dans les autres pays de la zone euro, le recul de l'inflation totale serait toutefois trop limité pour maintenir la croissance du pouvoir d'achat des Français au même rythme qu'en 2002. D'une part, la détérioration du marché du travail en début d'année pèserait sur les revenus d'activité. Ainsi, le taux de chômage continuerait de monter tout au long de l'année, pour s'établir à 9,6% en décembre. Le fort ralentissement de l'emploi ne serait pas compensé par le relatif dynamisme des salaires dû aux hausses de prix passées et, dans une moindre mesure, à la revalorisation du Smic engendrée par la convergence vers « le haut » des garanties mensuelles et du Smic horaire. D'autre part, certaines hausses exceptionnelles de revenus en 2002, liées aux baisses d'impôts et au dynamisme des prestations sociales, ne se reproduiraient pas en 2003. En particulier, les modifications du régime d'assurance chômage freineraient les indemnités versées. Finalement, la croissance du pouvoir d'achat s'établirait à +1,2% en 2003, après +2,0% en 2002.

Face à ce ralentissement des revenus, la croissance des dépenses de consommation des ménages français serait modérée, proche du rythme moyen en zone euro. Ainsi continue de s'atténuer une spécificité de l'économie française, qui conservait jusque-là une consommation plus dynamique que ses voisins. Ceci contraste avec les prévisions précé-

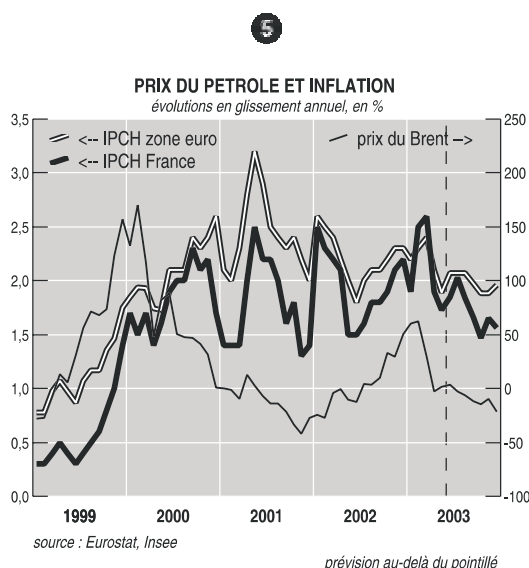
dentes qui reposaient sur un maintien de cette spécificité. En effet, le revenu des ménages s'est avéré moins élevé que prévu en 2002, en partie sous l'impact d'une forte baisse des revenus de la propriété, liée à la chute des rendements boursiers et des taux d'intérêt. De plus, le marché du travail s'est davantage détérioré que prévu au premier trimestre de 2003, en raison du repli du PIB au quatrième trimestre de 2002. Ainsi, après avoir été soutenue au premier trimestre (+0,6%) par la consommation d'énergie due au froid et l'effet des baisses d'impôt au trimestre précédent, la consommation ralentirait : au second semestre, elle atteindrait un rythme de croissance annuelle un peu supérieur à 1%.

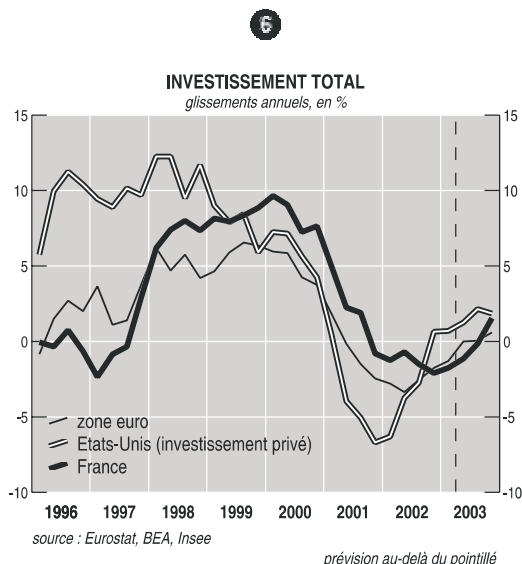
L'amélioration des conditions de financement conduirait au redressement progressif de l'investissement

Malgré la faiblesse de la demande extérieure et la croissance modérée de la consommation des ménages, l'investissement des entreprises se redresserait progressivement d'ici la fin de l'année dans tous les pays de la zone euro, les entrepreneurs restant cependant préoccupés par la nécessité de restaurer les bilans. La réduction des incertitudes liées à la situation géopolitique et l'amélioration des conditions de financement finiraient par compenser l'atonie des perspectives à court terme de débouchés.

Trois facteurs ont contribué au desserrement des contraintes monétaires et financières dans la zone euro : les entreprises se finançant sur le marché obligataire ont bénéficié au deuxième trimestre de 2003 d'une diminution de leurs primes de risque ; la détente des taux de marché, qui a entraîné une baisse des taux créditeurs au premier trimestre, favorise le financement des entreprises par le crédit ; les indices boursiers se sont redressés entre mi-mars et fin mai, compensant la baisse du début d'année. Cette évolution a cessé de pénaliser le financement externe, par émission ou échange d'actions. L'amélioration observée des cours de la bourse reflète de meilleures perspectives de profits, favorables à l'investissement.

En France, les entrepreneurs sont effectivement plus optimistes quant à leurs projets d'investissement. Interrogés en avril 2003, les chefs d'entreprise du secteur de l'industrie ont indiqué maintenir leurs prévisions d'une croissance de leurs investissements. En particulier, la forte hausse des créations d'entreprises au premier trimestre de 2003 (+6,6% en avril, sur trois mois, par rapport aux mêmes mois de l'année précédente) pourrait être le signe d'un redressement des anticipations. En outre, le rebond enregistré au premier trimestre en investissement informatique pourrait être l'indice d'un retournement de tendance, qui semble par ailleurs confirmé par les intentions de commandes des grossistes en maté-





riels informatiques. Finalement, après presque deux années de repli de l'investissement, le creux serait passé, comme le suggère déjà la reprise du premier trimestre. L'investissement des entreprises progresserait tout au long de l'année 2003 (cf. graphique 6).

L'amélioration des conditions de crédit favoriserait également un comportement de stockage moins restrictif. En France, cette détente financière intervient en effet dans un contexte où les industriels jugent leurs stocks légers. Ainsi, les entreprises infléchiraient progressivement leur comportement en matière de stocks : après deux années de contribution négative des variations de stocks à la croissance, celle-ci serait légèrement positive en 2003.

La demande des entreprises soutiendrait ainsi la production au second semestre

La conjugaison du ralentissement ponctuel de la demande intérieure et d'un environnement international peu porteur entraînerait un net infléchissement de la production au deuxième trimestre dans la zone euro. Ce « passage à vide » du deuxième trimestre est illustré par la situation en France : la production se contracterait dans le secteur manufacturier, les transports et le commerce de gros. Le commerce de détail et les services, plus abrités des aléas de la conjoncture internationale, progresseraient à des rythmes toujours positifs mais moins soutenus, reflétant le freinage de la consommation.

Le redressement de la demande des entreprises, que traduirait l'accélération progressive de l'investissement, permettrait toutefois de retrouver dès cet été des rythmes de production plus soutenus, bien qu'encore inférieurs au potentiel. En France en particulier, les transports puis le commerce de gros bénéficieraient de ce soutien. La production manufacturière accélérerait plus progressivement, au rythme du redressement des exportations, stimulées en fin d'année par une plus grande vigueur des échanges entre pays de la zone euro.

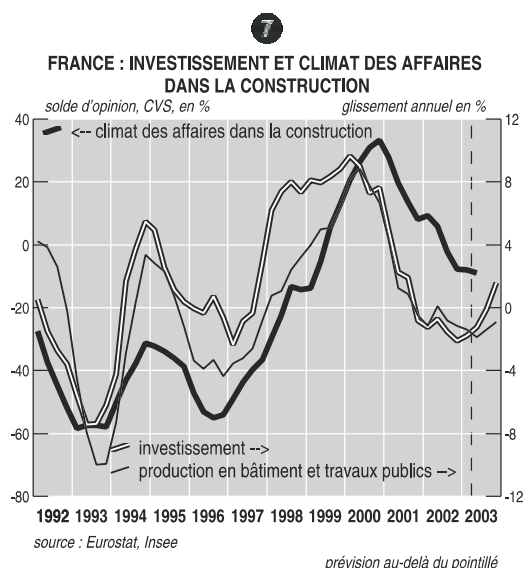
Cette meilleure tenue de la production dans l'ensemble de la zone euro au second semestre serait enfin accentuée par l'arrêt de la dégradation du secteur de la construction. Les enquêtes de conjoncture européennes indiquent en effet début 2003 une amélioration du climat des affaires dans ce secteur. Le redressement de l'investissement privé pourrait soutenir l'activité dans ce secteur, après un point bas en France au cours de l'été 2002 (cf. graphique 7).

La France et la zone euro demeurerait en phase de consolidation jusqu'à la fin de l'année

Dans un contexte de demande intérieure et d'échanges extérieurs encore ralentis, le PIB de la zone euro progresserait sur un rythme de +0,2% par trimestre en seconde partie d'année. En France, l'activité serait un peu plus soutenue, avec une croissance de +0,3% au troisième trimestre et +0,4% au quatrième, soit une progression en moyenne annuelle pour 2003 de +0,8% contre +0,5% dans la zone euro.

De nombreux aléas pèsent sur ce scénario conjoncturel. Le retournement du cycle d'investissement pourrait être plus prononcé, et l'activité plus soutenue, si les anticipations des entrepreneurs se redressaient plus vite qu'attendu. En particulier, le cycle d'investissement informatique pourrait déterminer un redémarrage de l'investissement total plus rapide que ce que laissent entrevoir les déterminants classiques. Une réorientation à la hausse plus nette des marchés financiers pourrait également jouer en ce sens.

À l'inverse, une poursuite de l'appréciation de l'euro pourrait freiner les exportations à destination des pays n'appartenant pas à la zone euro et pèserait sur les anticipations des entrepreneurs européens, ce qui aurait un effet défavorable sur la croissance. ■

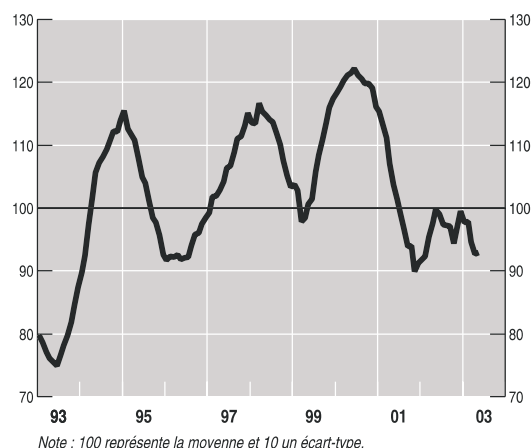


L'ÉTAT DE LA CONJONCTURE INDUSTRIELLE LU PAR DEUX INDICATEURS SYNTHÉTIQUES

Affectée par un environnement international incertain, la conjoncture dans l'industrie manufacturière s'est détériorée en début d'année. L'indicateur synthétique du climat des affaires a baissé continûment au cours du premier trimestre de 2003. En mai 2003, l'indicateur du climat des affaires se stabilise, suggérant un arrêt de la dégradation de la conjoncture industrielle.

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

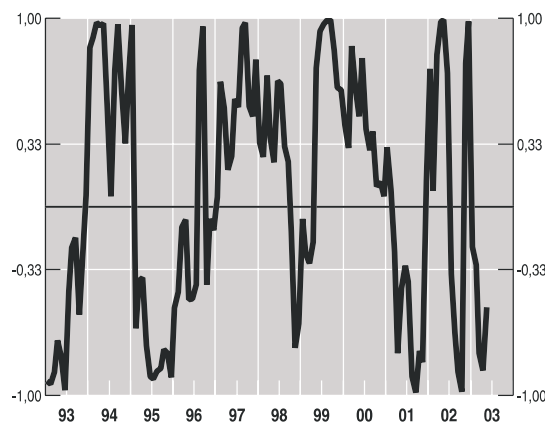
INDICATEUR SYNTHÉTIQUE DU CLIMAT DES AFFAIRES
industrie manufacturière - Mai 2003



Le retournement à la baisse de l'activité amorcé au début de l'année s'est confirmé au premier trimestre de 2003. Depuis le début de l'année, l'indicateur de retournement demeure dans la zone correspondant à un climat conjoncturel défavorable, ce qui tend à éloigner l'hypothèse d'une amélioration sensible des affaires à très court terme.

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

INDICATEUR DE RETOURNEMENT DE CONJONCTURE
industrie manufacturière - Mai 2003



DES PRÉVISIONS DE MARS 2003... AUX RÉVISIONS DE JUIN 2003

Les prévisions de la Note de conjoncture de mars 2003 sont affectées par deux phénomènes : l'appréciation de l'euro s'est poursuivie au printemps, notamment en mai, tandis que la dégradation du marché du travail en début d'année a été plus importante qu'anticipée.

La poursuite de l'appréciation de l'euro a pour conséquence une moindre contribution des échanges extérieurs à la croissance. En France, la révision à la baisse de l'évolution des exportations, pénalisée par la dégradation de la compétitivité de la zone euro, est ainsi plus prononcée que celle des importations. La dégradation de l'activité est néanmoins contenue du fait de comportements en matière de stocks un peu moins restrictifs qu'attendu.

En zone euro, l'atonie de la demande extérieure au premier semestre est en outre partiellement compensée par une consommation des ménages légèrement meilleure qu'attendu, liée au dynamisme de la consommation allemande, notamment en énergie, au premier trimestre de 2003 (+0,6% contre -0,1% dans les prévisions de mars). Au total, la révision à la baisse de la croissance du PIB de la zone euro n'est que de 0,1 point. À l'opposé, en France, la consommation des ménages est révisée à la baisse, avec un rythme de croissance qui se réaligènerait sur celui de la zone euro. Le redressement de l'investissement vient cependant modérer la correction à la baisse de la demande intérieure hors stocks qui en découle.

Une détérioration plus nette qu'attendu du marché du travail (l'emploi se contracte de 0,4% contre +0,2% prévu initialement) entraîne un ralentissement des revenus salariaux. Le taux d'épargne est ainsi revu en baisse.

Côté prix, le repli plus prononcé du prix du pétrole et l'appréciation simultanée de l'euro conduit à une nette révision à la baisse de l'inflation au premier semestre, en France comme dans la zone euro. Les évolutions marquées du taux de change et du prix du pétrole sont toutefois trop récentes (avril et mai) pour avoir un impact sur l'inflation sous-jacente à l'horizon de la fin du premier semestre. ■

évolutions en glissement semestriel (%) (sauf 1, 2)

	Premier semestre de 2003	
	mars 2003	juin 2003
Pétrole : prix du baril de "brent daté" en dollars ⁽¹⁾	32,0	28,3
Taux de change euro/dollar ⁽¹⁾	1,08	1,11
Biens et services		
PIB	0,6	0,4
Importations	2,0	1,5
Consommation des ménages	1,0	0,7
FBCF totale	-0,5	0,6
dont : SNFEI	-0,5	0,8
Exportations	1,0	-0,6
Contribution des stocks à la croissance du PIB	0,0	0,2
Demande intérieure hors stocks	0,8	0,4
Produits manufacturés		
Production	0,0	0,0
Consommation des ménages	0,4	1,1
Coûts d'exploitation unitaire	0,5	0,2
Prix à la production	-0,1	0,0
Prix à la consommation (ensemble) ⁽²⁾	2,2	1,9
Inflation sous-jacente ⁽²⁾	1,6	1,6
Salaire mensuel de base	1,7	1,6
Effectifs salariés des secteurs essentiellement concurrentiels	0,2	-0,4
Taux d'épargne ⁽¹⁾	16,9	16,0
Zone euro		
PIB	0,2	0,1
Consommation des ménages	0,4	0,6
Inflation ⁽²⁾	2,5	2,1
Inflation sous-jacente ⁽²⁾	1,9	1,8

■ Prévision

(1) en moyenne semestrielle

(2) en glissement annuel en juin

La baisse récente du taux de marge est-elle transitoire ?

Julien Deroyon
Nathalie Fourcade

*Division croissance et politiques
macroéconomiques*

Le taux de marge constitue le complément de la part des coûts salariaux dans la valeur ajoutée ⁽¹⁾. Il donne des informations sur la situation financière et la rentabilité des entreprises, et s'interprète comme la part de la richesse créée au cours du processus de production qui sert à rémunérer le facteur capital. Depuis une décennie, il enregistre des fluctuations d'ampleur limitée entre 39% et 41%.

En fin d'année 2002, le taux de marge des sociétés non financières et des entrepreneurs individuels a connu sur deux ans une baisse de 1,1 point et atteint 39,1%. Cette baisse est d'abord à relier au ralentissement de la productivité du travail. Cette dernière a en effet moins bénéficié qu'à la fin des années quatre-vingt-dix des gains de progrès technique et de l'investissement et a aussi baissé sous l'effet du ralentissement économique. La baisse du taux de marge est cependant limitée en 2001-2002 par la modération salariale : d'après une simulation effectuée avec le modèle macro-économétrique Mé-sange, la baisse du taux de marge aurait été plus accentuée en l'absence de modération salariale, de 1,5 point entre 2001 et 2002. Au cours de l'année 2003 le taux de marge devrait remonter de 0,4 point, principalement sous l'effet de la baisse des prix du pétrole.

Depuis une décennie le taux de marge fluctue modérément entre 39% et 41%

La richesse créée au cours du processus de production sert à rémunérer les facteurs de production, travail et capital, sous forme de salaires et de profits, avant toute redistribution. Le taux de marge se définit comme le ratio de l'excédent brut d'exploitation sur la valeur ajoutée, et s'interprète comme la part allouée au facteur capital. Dans cette définition la rémunération du capital est comprise au sens large puisque l'excédent brut d'exploitation inclut le revenu de l'entrepreneur, mais également, entre autres, les frais financiers supportés par l'entreprise (qui constituent la rémunération du capital d'autres établissements créanciers de l'entreprise) et les variations de stocks.

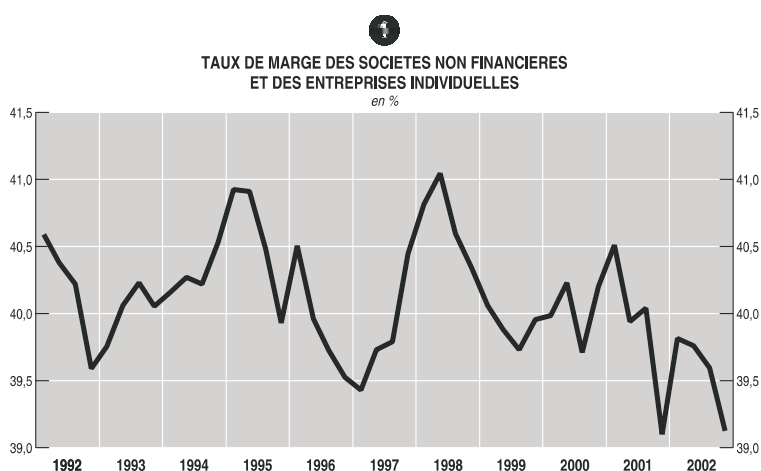
Le taux de marge est une mesure économique permettant d'illustrer certaines interactions entre le marché du travail et le marché des biens. Elle dépend de plusieurs éléments simultanément : organisation de la production, incorporation du progrès technique, modalités de rémunération du travail et du capital,

fiscalité, réaction de l'économie face à des chocs tels que la variation des prix du pétrole.

Depuis une décennie, le taux de marge des sociétés non financières et des entrepreneurs individuels connaît des fluctuations d'ampleur limitée entre 39% et 41% (cf. graphique 1). Au cours de la période récente, plusieurs mouvements se superposent, rendant la lecture de ses évolutions difficile. De manière générale le taux de marge a un profil procyclique. En effet, en cas de choc, l'excédent brut d'exploitation réalise l'essentiel de l'ajustement, la variation de la masse salariale (volume d'emploi et salaires) requérant des délais. Lors du ralentissement de 2001 et 2002 on observe effectivement une baisse du taux de marge de 1,1 point (entre les quatrième trimestres de 2000 et de 2002).

Depuis la fin des années quatre-vingt-dix, des chocs exogènes se sont superposés à cette com-

(1) Outre la part des coûts salariaux, on retranche aussi celle des impôts nets des subventions à la production.



posante cyclique. Ainsi l'augmentation du prix des matières premières a contribué négativement aux variations du taux de marge en 1999 et 2000. L'impact de la mise en place de la réduction du temps de travail (RTT) est plus complexe car il met en jeu l'effet de la RTT sur la productivité du travail et sur son coût, y compris cotisations des employeurs.

Une décomposition comptable des variations du taux de marge permet de mesurer ces effets, de manière très descriptive (cf. encadré ci-contre).

La contribution du ratio des prix de la consommation et de la valeur ajoutée reflète en partie les variations du prix du pétrole

Lors d'une augmentation du prix des importations, notamment du prix du pétrole, le prix de la consommation augmente plus rapidement que celui de la valeur ajoutée. La contribution du ratio des prix de la consommation et de la valeur ajoutée reflète en partie les variations du prix du pétrole. Elle est négative en moyenne en 1999 et 2000 (cf. graphique 2), alors que le prix du pétrole en euros augmente fortement ⁽²⁾.

Les allègements de cotisations des employeurs et la modération salariale limitent la contribution négative du coût du travail

Le taux de croissance du coût horaire réel du travail est positif sur toute la période excepté le premier trimestre de 2002 ⁽³⁾, ce qui reflète la prise en compte dans la formation des salaires des gains tendanciels de productivité. Sa contribution aux variations du taux de marge est dès lors négative. En revanche les allègements de cotisations employeurs qui accompagnent la mise en place de la RTT contribuent positivement aux variations du taux de marge, ainsi que les allègements antérieurs. Le taux de croissance du salaire hors cotisations employeurs est supérieur à

Décomposition comptable des variations du taux de marge

Le taux de marge se décompose comptablement en fonction de la productivité du travail et du coût salarial réel. Afin de prendre en compte l'impact du développement du temps partiel dans les années 1990 et de la RTT depuis 1996, on mesure le travail en nombre d'heures et le salaire en termes horaires. La décomposition peut être affinée en distinguant au sein du coût salarial le pouvoir d'achat du salaire (coût du travail nominal déflaté par le prix de la consommation) et l'écart entre le prix de la consommation et celui de la valeur ajoutée.

$$TM = 1 - \frac{W_h L_h}{P_{va} Y} = 1 - \frac{W_h}{P_c} \frac{L_h}{Y} \frac{P_c}{P_{va}} \quad (1)$$

où $\frac{W_h}{P_c}$ représente le pouvoir d'achat du salaire horaire, $\frac{Y}{L_h}$ la productivité horaire apparente du travail (rapport de la valeur ajoutée au volume d'heures travaillées) ⁽²⁾, et $\frac{P_c}{P_{va}}$ le ratio entre le prix de la consommation et le prix de la valeur ajoutée. Afin d'alléger la présentation, les variables ne sont pas indexées par le temps : par défaut une variable est représentée à la date t .

La variation du taux de marge ΔTM peut ainsi s'écrire en fonction du taux de croissance de ces trois éléments :

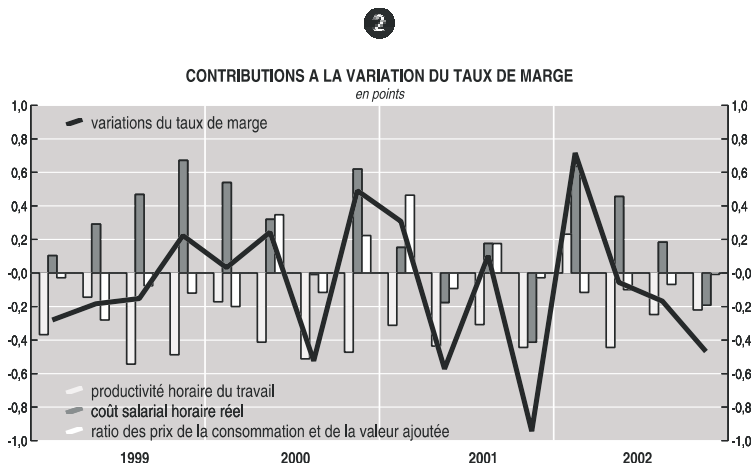
$$\Delta TM = (1 - TM)_{t-1} [-(\dot{W}_h - \dot{P}_c) + (\dot{Y} - \dot{L}_h) - (\dot{P}_c - \dot{P}_{va})]$$

où le signe $\dot{}$ dénote le taux de croissance des variables.

Ainsi, lorsque la productivité du travail augmente plus vite que le coût salarial réel, le taux de marge augmente, autrement dit la part des salaires dans la valeur ajoutée diminue. ■

(1) Voir la note du bas de la page précédente.

(2) Selon la méthodologie présentée dans l'encadré 2.



Note de lecture :

La variation du taux de marge est égale à la somme des contributions de la productivité horaire du travail, du ratio des prix de la consommation et de la valeur ajoutée et du coût du travail horaire réel. Les impôts et subventions sur la production ont une contribution résiduelle qui n'est pas reproduite ici.

(2) Le prix du baril passe de 8,5 euros en décembre 1998 à 28,5 euros en décembre 2000, avec un maximum à 37,8 euros en novembre 2000.

(3) Au premier trimestre de 2002 le coût horaire du travail croît moins vite que le prix de la consommation, d'où un taux de croissance du coût horaire réel du travail négatif (-0,4%).

celui du coût du travail entre 1994 et 2001, l'écart allant jusqu'à 0,7 point de croissance en 2000. À l'issue de la période de baisse des taux de cotisation, lorsqu'ils sont stabilisés, leur impact sur les variations du taux de marge s'annule et seul demeure l'effet sur son niveau.

La modération salariale liée à la mise en place de la RTT a aussi contribué positivement aux variations de taux de marge, comme on le verra à l'aide d'un modèle macro-économétrique en dernière partie de ce dossier.

La contribution de la productivité du travail est procyclique et est modifiée par le développement du temps partiel, par la réduction du temps de travail et par la structure par qualification de l'emploi

Les évolutions de la productivité horaire du travail, et donc sa contribution aux variations du taux de marge, connaissent trois phases (cf. graphique 3a) :

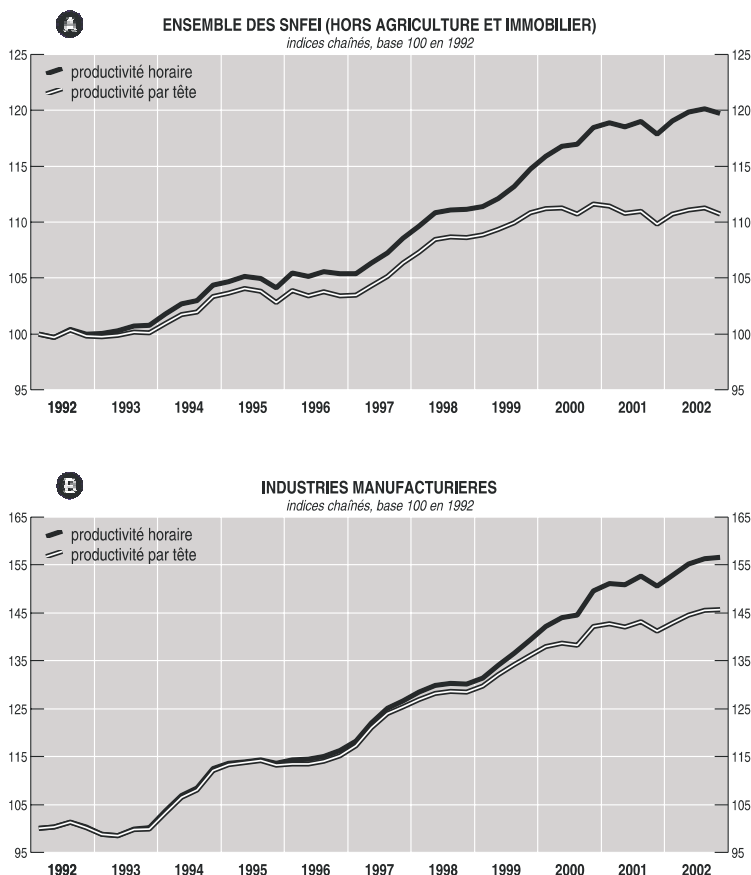
- de 1992 à 1996 : une croissance modérée ;
- de 1997 à 2000 : le passage à une croissance plus soutenue ;
- à partir de 2001 : un net infléchissement.

Elles sont hétérogènes selon les branches : dans l'industrie manufacturière, la croissance de la productivité du travail est plus rapide et lisse au cours de la période (cf. graphique 3b).

Les évolutions récentes de la productivité du travail, en particulier son ralentissement au niveau agrégé par rapport à sa tendance de long terme au milieu des années 1990, demeurent difficiles à expliquer. La productivité dépend de l'ajustement de l'emploi à la production, de la durée du travail, de la structure par qualification de l'emploi, de l'intensité capitaliste et des gains de productivité globale des facteurs.

3

ÉVOLUTION DE LA PRODUCTIVITÉ DU TRAVAIL



Pour évaluer l'impact des deux premiers éléments on décompose la productivité horaire en fonction du nombre de travailleurs, du « taux de temps complet » (ratio du nombre apparent d'heures travaillées par tête à la durée moyenne d'un temps complet) et de la durée hebdomadaire du travail :

$$\frac{Y}{L_h} = \frac{Y}{L_p T_p D_h} \quad (1)$$

soit :

$$\dot{Y} - \dot{L}_h = (\dot{Y} - \dot{L}_p) - \dot{T}_p - \dot{D}_h$$

avec L_p l'emploi mesuré en personnes physiques, T_p le « taux de temps complet », D_h la durée moyenne d'un temps complet.

- Le volume d'emploi s'ajustant avec retard aux variations de la production, la croissance de la productivité du travail a un profil

cyclique. Elle augmente en phase de reprise, se stabilise lorsque le niveau d'activité est élevé et le volume d'emploi s'est ajusté, et diminue en phase de ralentissement.

Le cycle de productivité est visible sur la période récente (cf. tableau 1A, partie gauche). Après avoir fortement augmenté lors de la reprise (1997-2000) la productivité horaire diminue en 2001 dans l'ensemble de l'économie, principalement sous l'effet de la poursuite des embauches (nombreuses en 2000 et 2001) en période de ralentissement de l'activité. En 2002 l'emploi est moins dynamique. La productivité du travail par tête retrouve un taux de croissance positif, d'autant plus que la durée du temps complet, dont elle dépend positivement, diminue moins rapidement que les années précédentes.

La baisse récente du taux de marge est-elle transitoire ?

- La durée moyenne du travail diminue depuis le début des années 1990, du fait dans un premier temps du développement du temps partiel, puis de la mise en place de la RTT. C'est pourquoi la croissance de la productivité horaire excède celle de la productivité par tête (cf. graphique 3).

Sur la période 1992-1996, le développement du temps partiel (baisse du taux de temps complet) est le phénomène prédominant concernant la durée du travail (cf. tableau 1A, partie gauche). Il représente près d'un tiers de l'évolution de la productivité horaire, la contribution de la durée du temps complet étant quasi nulle. Il concerne essentiellement les services : dans l'industrie manufacturière la contribution du développement du temps partiel aux variations de la productivité est deux fois plus faible que dans l'ensemble de l'économie (cf. tableau 1B, partie gauche).

En 1997-2002, en revanche, pour l'ensemble des sociétés non financières et des entreprises individuelles, la baisse de la durée du temps complet s'établit

à près de la moitié de la croissance de la productivité horaire, alors que l'augmentation du taux de temps partiel devient négligeable. Il semble que le développement des emplois à 35 heures se soit substitué à l'essor des emplois à temps partiel à partir de 1997. Dans l'industrie manufacturière, la croissance de la productivité horaire est accrue de la même manière que dans l'ensemble de l'économie par la RTT (+0,25 point), excepté en 2001 où la baisse de la durée du temps complet est plus marquée (contribution de +0,32 point).

- Les évolutions de la productivité du travail au niveau de chaque branche peuvent aussi être reliées à celles de la structure par qualification de l'emploi. En effet :

$$\dot{Y} - \dot{L}_h = \dot{Y} - \beta_{q(t-1)} \dot{L}_h^q - (1 - \beta_{q(t-1)}) \dot{L}_h^{nq}$$

où L_h^q est le volume horaire d'emploi qualifié, L_h^{nq} le volume horaire d'emploi non qualifié et β_q la part des qualifiés dans le volume horaire d'emploi total. Les évolutions de la productivité du travail pour

l'ensemble des branches sont obtenues après agrégation selon la méthodologie de l'encadré 2.

Sur l'ensemble des branches, on observe à la fin des années quatre-vingt-dix une baisse relative de la contribution de l'emploi non qualifié à la croissance de la productivité horaire, par rapport à celle de l'emploi qualifié (cf. tableau 1A partie droite). Cette évolution est accentuée dans l'industrie manufacturière (cf. tableau 1B partie droite). Ces déformations observées peuvent être rapprochées de l'évolution du coût relatif du travail non qualifié, qui a notamment bénéficié des baisses de cotisations employeurs.

L'accélération de la productivité du travail à la fin des années quatre-vingt-dix est essentiellement due à la productivité globale des facteurs

Outre la cyclicité et la durée moyenne du travail, la productivité du travail dépend positivement du stock de capital par employé (intensité capitalistique) et de la productivité globale des facteurs

Tableau 1 : Contributions comptables aux variations de la productivité horaire

A - Ensemble des sociétés non financières et des entrepreneurs individuels (hors agriculture et immobilier)

	Taux de croissance de la productivité horaire	Contributions : durée travaillée			Contributions : productivité horaire par qualification	
		Productivité par tête	Taux de temps complet	Durée du temps complet	Emploi horaire non qualifié	Emploi horaire qualifié
1992-1996	0,27	0,18	0,08	0,02	0,08	0,20
1997-2000	0,53	0,28	-0,01	0,25	0,07	0,46
1997-2000	0,73	0,48	-0,01	0,27	0,10	0,64
2001	-0,13	-0,40	0,02	0,25	0,00	-0,13
2002	0,39	0,20	0,00	0,19	0,04	0,34

B - Industries manufacturières

	Taux de croissance de la productivité horaire	Contributions : durée travaillée			Contributions : productivité horaire par qualification	
		Productivité par tête	Taux de temps complet	Durée du temps complet	Emploi horaire non qualifié	Emploi horaire qualifié
1992-1996	0,79	0,74	0,04	0,01	0,29	0,51
1997-2002	1,24	0,98	0,01	0,25	0,15	1,09
1997-2000	1,57	1,32	0,00	0,25	0,22	1,36
2001	0,18	-0,19	0,05	0,32	-0,17	0,35
2002	0,98	0,79	0,00	0,19	0,20	0,78

Note de lecture :

Le taux de croissance de la productivité horaire est égal à la somme des contributions de la productivité par tête, du taux de temps partiel et de la durée du temps complet. Il est aussi égal à la somme des contributions des productivités horaires de l'emploi qualifié et de l'emploi non qualifié.

(PGF). La PGF mesure les influences jointes du progrès technique, des rendements d'échelle, et d'une meilleure utilisation des facteurs de production ⁽⁴⁾. Elle se définit comme le ratio entre le volume de production et le volume agrégé des facteurs de production mis en oeuvre dans le processus. La mesure de l'influence respective de l'intensité capitalistique et de la PGF dépend de la forme de la fonction de production retenue.

Sous les hypothèses de concurrence pure et parfaite et de rendements d'échelle unitaires, la part des facteurs dans la production est égale à leur part dans la rémunération. Ainsi, dans le cas simple où il existe deux facteurs de production, capital et travail :

$$\dot{Y} - \dot{L}_h = PGF + \alpha_{t-1}(\dot{K} - \dot{L}_h)$$

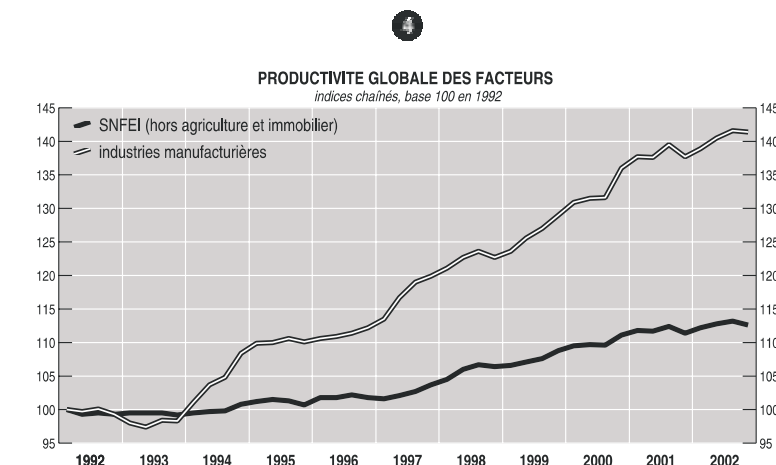
avec Y la production en volume, K le capital en volume et α la part de la rémunération du capital dans la valeur ajoutée, autrement dit le taux de marge. Afin d'alléger la présentation les variables ne sont pas indexées par le temps : par défaut une variable est représentée à la date t .

L'évolution de la productivité horaire du travail se décompose comme le taux de croissance de la PGF et celui de l'intensité capitalistique pondérée par la part du capital dans la valeur ajoutée.

Dans le cas plus général d'un nombre n de facteurs de production, la PGF se définit comme le résidu du taux de croissance de la production duquel on déduit l'accumulation des facteurs de production, d'où le nom souvent utilisé de résidu de Solow, du nom du Prix Nobel d'économie qui a défini cette méthodologie en 1957 :

$$PGF = \dot{Y} - \sum_{i=1}^n \alpha_{i(t-1)} \dot{X}_i$$

avec X_t les facteurs de production et $\alpha_{i(t-1)}$ la part du facteur X_i dans la rémunération à la date précédente.



L'accélération de la productivité du travail à la fin des années quatre-vingt-dix est essentiellement due à la PGF (cf. graphique 4). L'augmentation de son taux de croissance ne traduit pas forcément un progrès technique accru, mais elle peut provenir d'une meilleure utilisation des facteurs de production en place, capital et travail. L'intensité de leur utilisation varie en effet au cours du cycle. Concernant le travail, on a déjà évoqué le cycle de productivité. Les délais d'ajustement sont encore plus longs pour le stock de capital.

On corrige une partie de cette composante cyclique en prenant en compte dans le volume de capital mesuré le taux d'utilisation des capacités de production. Ce taux est mesuré pour l'industrie manufacturière à partir de questions sur l'intensité d'utilisation des installations productives. Il ne concerne donc pas le facteur travail. En l'absence de meilleure mesure, on utilise ce taux pour les branches non manufacturières également (cf. encadré 3).

En 2001 la baisse de la productivité horaire du travail est due à la fois à la stabilisation de la PGF et à la baisse de l'investissement, qui réduit l'intensité capitalistique (cf. tableau 2A). La baisse de l'intensité capitalistique traduit la dégradation des anticipations des chefs d'entreprise français, dans un

contexte de ralentissement économique chez nos principaux partenaires commerciaux. En 2002 la contribution de l'intensité capitalistique redevient positive.

Les gains de productivité plus élevés dans les industries manufacturières s'expliquent par une contribution supérieure à la fois de la PGF et de l'intensité capitalistique (cf. tableau 2B et encadré 1).

La modération salariale en partie liée à la réduction du temps de travail aurait limité la baisse du taux de marge en 2001 et 2002

L'approche comptable développée jusqu'ici permet d'étudier de façon détaillée les déterminants du taux de marge. On a ainsi pu mettre en évidence l'influence du ratio des prix de la consommation et de la valeur ajoutée, du coût du travail, de sa durée, de la structure par qualification de la population active, de l'intensité capitalistique et de la PGF. Mais si elle fournit une description assez fine du passé, l'intérêt de l'approche comptable pour la prévision demeure limité.

(4) Elle peut provenir d'une augmentation de l'intensité de leur utilisation ou de leur réallocation en fonction de l'évolution des prix relatifs.

Tableau 2 : Contributions de la PGF et de l'intensité capitalistique à la productivité horaire du travail

A - Ensemble des sociétés non financières et des entrepreneurs individuels (hors agriculture et immobilier)

(moyenne annuelle des contributions trimestrielles, en %)

	Taux de croissance de la productivité horaire	Productivité globale des facteurs	Contributions		
			Intensité capitalistique		
			Ensemble du capital	Capital NTIC	Capital hors NTIC
1992-1996	0,27	0,10	0,18	0,02	0,16
1997-2002	0,53	0,42	0,11	0,04	0,07
1997-2000	0,73	0,55	0,19	0,05	0,14
2001	-0,13	0,05	-0,17	0,03	-0,20
2002	0,39	0,28	0,11	0,03	0,08

B - Industries manufacturières

(moyenne annuelle des contributions trimestrielles, en %)

	Taux de croissance de la productivité horaire	Productivité globale des facteurs	Contributions		
			Intensité capitalistique		
			Ensemble du capital	Capital NTIC	Capital hors NTIC
1992-1996	0,79	0,61	0,19	0,01	0,18
1997-2002	1,24	0,96	0,28	0,03	0,25
1997-2000	1,57	1,20	0,37	0,03	0,34
2001	0,18	0,30	-0,12	0,02	-0,14
2002	0,98	0,68	0,30	0,02	0,28

Les outils économétriques permettent au contraire de quantifier l'impact de chaque déterminant, même si l'objectif d'obtenir un outil facilement utilisable en prévision impose de limiter le niveau de désagrégation des variables explicatives. La valeur du taux de marge

est déterminée par les interactions entre le marché du travail et le marché des biens. Elle dépend de plusieurs éléments simultanément : modalités de rémunération du travail et du capital, de fixation des prix, incorporation du progrès technique, etc.

Ainsi, l'utilisation d'un modèle macro-économétrique de l'économie française, le modèle Mésange (cf. encadré 4), permet de tenter une approche structurale en confrontant les prévisions des équations de détermination des prix, des salaires et de l'emploi pour en déduire les évolutions du taux de marge.

Entre 2001 et 2002 le taux de marge des sociétés non financières et des entreprises individuelles a connu une baisse de 1,1 point, passant de 40,2% au quatrième trimestre de 2000 à 39,1% au quatrième trimestre de 2002. Cette baisse est liée au ralentissement conjoncturel, qui s'accompagne d'une diminution du taux de croissance de l'investissement et de la PGF.

Le modèle surestime les salaires en 2001 et 2002. La surestimation des salaires entraîne celle du pouvoir d'achat et de la consommation des ménages, et donc de la demande adressée aux entreprises. Le modèle Mésange est keynésien à court terme : la production est déterminée par la demande. Par conséquent, la surestimation de la demande contribue à celle du pro-

ENCADRÉ 1 : LA CONTRIBUTION DU CAPITAL DE TYPE NOUVELLES TECHNOLOGIES DE L'INFORMATION ET DE LA COMMUNICATION À LA PRODUCTIVITÉ DU TRAVAIL EST STABLE ET FAIBLE DEPUIS 1992

Au sein du capital, on isole le capital de type Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication (NTIC), soit le capital en biens informatiques, en logiciels et en matériel de communication. Sa contribution est inférieure à 0,05% par an et stable au cours des années quatre-vingt-dix (cf. tableau 2A). Deux principales raisons expliquent cette faible contribution. Premièrement, le volume de capital de type NTIC, et par conséquent sa part dans la rémunération, demeure faible en comparaison du capital hors NTIC. D'autre part, la mesure même de ce volume est problématique. En effet les biens de type NTIC se renouvellent très rapidement, ce qui rend difficile le calcul d'un indice de prix à qualité constante, et donc le partage volume/prix. La méthode dite des prix hédoniques constitue un moyen de traiter cette difficulté. Elle consiste à évaluer économétriquement, grâce à des données de marché, le prix de certaines caractéristiques des ordinateurs telles que la taille de la mémoire ou la vitesse d'horloge. Grâce à un progrès technique rapide dans le secteur des NTIC, l'indice de prix obtenu baisse plus rapidement que le prix des biens eux-mêmes. Ainsi

l'utilisation de prix hédoniques donne pour les biens NTIC un partage volume-prix plus favorable aux volumes que les méthodes traditionnelles. La comptabilité nationale utilise des prix hédoniques pour les micro-ordinateurs et les imprimantes légères seulement. On peut supposer que le taux de croissance du volume des autres biens de type NTIC (ici les logiciels et le matériel de communication) est sous-estimé, et donc que leur contribution aux variations de la productivité du travail est elle aussi sous-estimée.

La contribution de l'accumulation de capital NTIC est plus faible dans l'industrie manufacturière que dans l'ensemble de l'économie (cf. tableau 2B). Ce sont en effet les branches des services qui ont le plus investi dans les ordinateurs, les logiciels et le matériel de communication. L'industrie manufacturière a pu investir dans d'autres biens de type NTIC, qu'on ne peut isoler ici car ils n'apparaissent pas en tant que tels dans les comptes de patrimoine. C'est en particulier le cas des machines-outils riches en composants électroniques. ■

duit intérieur brut (PIB) : la prévision du modèle est de 2,7% en 2001 contre 2,1% observé, et de 1,8% en 2002 contre 1,2%. L'ajustement de l'emploi aux variations de l'activité se faisant avec délai, le modèle surestime la productivité du travail par tête.

La surestimation des salaires et celle de la productivité ont des conséquences opposées pour les variations du taux de marge. Le premier effet l'emporte : en 2001-2002 le modèle Mésange aurait prévu une baisse supérieure de 1,5 point à celle observée, soit un taux de marge de 37,6% au dernier trimestre de 2002. Ainsi, en l'absence de modération salariale, la baisse du taux de marge aurait été supérieure à ce qui a été observé. On passe maintenant en revue les contributions des principales équations participant à la détermination du taux de marge dans le modèle : salaires, emploi et prix.

L'équation de salaire du modèle est de type « Wage Setting » (WS). Elle s'inscrit dans la tradition des modèles de négociation salariale : à long terme les salaires dépendent du niveau du taux de chômage, qui mesure le pouvoir de négociation des salariés sur le marché du travail. On suppose que les revendications salariales prennent en compte les gains tendanciels de productivité du travail, de sorte que les salaires réels sont à long terme indexés de manière unitaire sur la productivité du travail. À court terme l'indexation n'est pas parfaite : d'une part, la réévaluation des salaires se fait avec délai, et d'autre part les agents font des erreurs d'anticipation.

En 2001 et 2002 le résidu de l'équation de salaire est systématiquement négatif, et élevé. Même en tenant compte de l'évolution observée de ses déterminants (y compris les allègements de cotisations employeurs), la prévision conduit à un taux de croissance des salaires nominaux supérieur de 0,2 point par trimestre à celui qui est observé. La modération salariale observée semble en partie attribuable à la mise en place de la RTT. Sans

elle la baisse du taux de marge aurait été plus accentuée, puisqu'il atteindrait, d'après le modèle, 37% au quatrième trimestre de 2002 au lieu des 39,1% observés.

L'effet de la RTT est également visible dans les résidus des équations d'emploi. Le modèle distingue l'industrie manufacturière des autres branches marchandes. L'emploi s'ajuste sur une cible de long terme dépendant de la PGF et des salaires réels.

En 1999 et 2000 le modèle sous-estime fortement le taux de croissance de l'emploi dans les branches non manufacturières, de 0,5 point en moyenne par trimestre. Dans la mesure où l'emploi est mesuré en nombre d'équivalents temps plein, et non pas en nombre d'heures travaillées, le plus grand dynamisme de l'emploi observé s'explique en partie par la mise en place de la RTT. Dans l'industrie manufacturière en revanche l'observé est proche du simulé et on ne décèle pas d'effet particulier de la RTT.

En 2001 et 2002 au contraire, le modèle surestime le taux de croissance de l'emploi, de 0,3 point en moyenne dans les branches non manufacturières et 0,2 point dans les industries manufacturières. Ceci est lié à l'inertie présente dans

les équations d'emploi du modèle. Selon cette modélisation, une période de forte croissance de l'emploi dans le passé, comme en 1999 et 2000, exerce une influence à la hausse sur le taux de croissance de l'emploi pendant plusieurs trimestres. L'influence de la surestimation de l'emploi sur les variations du taux de marge est limitée, puisqu'elle explique une baisse de 0,1 point par rapport à ce qui a été observé.

Les équations de prix à correction d'erreurs sont de type « Price Setting » (PS) : la cible de prix des producteurs correspond à l'application d'une marge constante sur le coût unitaire de production. En 2001 et 2002, si l'on retient pour les valeurs des variables explicatives, en particulier les salaires, leur valeur observée, il n'existe pas de différence notable entre les prévisions de prix du modèle et les observations.

À partir des hypothèses de taux d'intérêt et d'environnement international de la France retenues dans la note, le modèle obtient pour 2003 des prévisions proches de celles publiées : le modèle prévoit que le taux de marge atteint 39,4% au dernier trimestre 2003, la prévision de la note étant de 39,5% (cf. *fiche « résultats des entreprises »*). ■

BIBLIOGRAPHIE

- Allard-Prigent C., Audenis C., Berger K., Carnot N., Duchêne S. et Pesin F., « *Présentation du modèle MESANGE* », document de travail de la Direction de la prévision, n° 05-2002.
- Baghli M., Cette G. et Sylvain A., « *Les déterminants du taux de marge en France et dans quelques autres grands pays industrialisés : analyse empirique sur la période 1970-2000* », Notes d'études et de recherche de la Banque de France, janvier 2003.
- Cotis J.-P. et Rignols E. « *Le partage de la valeur ajoutée : quelques enseignements tirés du paradoxe franco-américain* », Revue de l'OFCE - n° 65, avril 1998.
- Diewert W. E. « *Exact and superlative index numbers* », Journal of Econometrics, n° 4, 1976, pp. 115-145.
- Divisia, « *L'indice monétaire et la théorie de la monnaie* », 1926.
- Prigent C. « *La part des salaires dans la valeur ajoutée en France : une approche macroéconomique* », Économie et Statistique n° 323, 1999-3.
- Solow R. « *Technical change and aggregate production function* », The Review of Economics and Statistics, 1957. ■

ENCADRÉ 2 : UNE MESURE ALTERNATIVE DE LA PRODUCTIVITÉ

Pour les calculs relatifs à la productivité du travail et à la PGF, on utilise une méthode de partage volume-prix à l'aide d'indices de Törnqvist. Ces indices diffèrent des indices de Laspeyres retenus par la comptabilité nationale française. Ils sont en revanche utilisés par le Bureau of Economic Analysis (BEA) et le Bureau of Labor Statistics (BLS) aux États-Unis.

Dans le cas d'un panier de N biens caractérisés par leur volume et leur prix (q_{it}, p_{it}) , Divisia (1926) montre que les évolutions en temps continu des prix et volumes agrégés $(\dot{q}_t, \dot{p}_t)$ sont égales à :

$$\frac{\dot{p}_t}{p_t} = \sum_{i=1}^N \frac{q_{it} \dot{p}_{it}}{q_t p_t} \quad \text{et} \quad \frac{\dot{q}_t}{q_t} = \sum_{i=1}^N \frac{p_{it} \dot{q}_{it}}{p_t q_t}$$

Le taux de croissance du volume peut se réécrire :

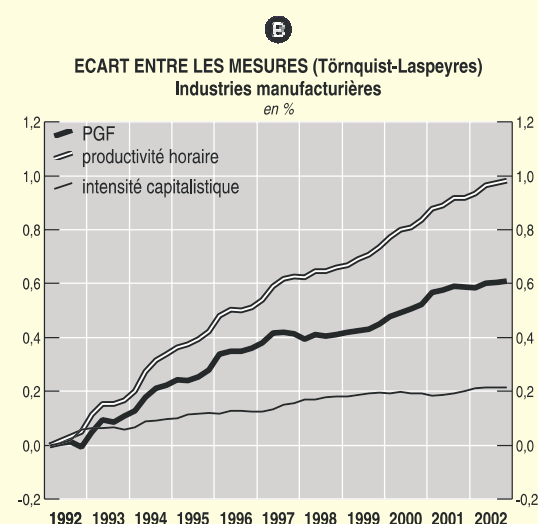
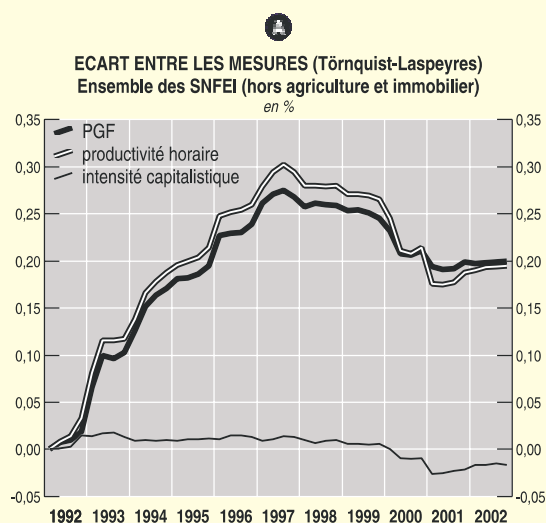
$$\frac{\dot{q}_t}{q_t} = \sum_{i=1}^N \frac{p_{it} \dot{q}_{it}}{p_t q_t} = \sum_{i=1}^N \frac{p_{it} q_{it}}{p_t q_t} \frac{\dot{q}_{it}}{q_{it}} = \sum_{i=1}^N \alpha_{it} \frac{\dot{q}_{it}}{q_{it}}$$

Où α_{it} est la part en valeur du bien i dans le panier total.

Cette formule décrivant l'évolution du volume agrégé d'un panier de biens peut également décrire l'évolution du volume de production en fonction des facteurs dans un cadre de concurrence pure et parfaite.

Dans le cas d'une mesure en temps discret le problème du choix de la date de pondération se pose. On peut envisager une pondération à l'aide des parts de la date précédente, de la date présente, ou de la moyenne arithmétique des parts aux dates présente et précédente.

Le premier calcul correspond à un indice de Laspeyres : on pondère les évolutions des volumes à l'aide des prix prévalant à la date précédente. Le second calcul correspond à un indice de Paasche : les évolutions des volumes sont pondérées à l'aide des prix actuels. Enfin le troisième calcul, intermédiaire entre les précédents, introduit les indices de Törnqvist. Si les prix relatifs se déforment au cours du temps, et si les biens sont substituables, un bien dont le prix relatif baisse verra son volume plus fortement augmenter que les autres. Il en résulte qu'un indice de Laspeyres utilisant des pondérations antérieures à cette baisse aura tendance à sur-estimer l'évolution des



volumes alors qu'un indice de Paasche pondérant les évolutions des volumes à l'aide des nouveaux prix aura tendance à la sous-estimer.

Tableau A : Écart entre les taux de croissance des volumes (Törnqvist-Laspeyres) cumulés sur la période

(moyenne annuelle des écarts trimestriels, en %)

	Sociétés non financières et entrepreneurs individuels (hors agriculture et immobilier)				Industries manufacturières			
	Valeur ajoutée	Agrégat travail et capital	Travail	Capital	Valeur ajoutée	Agrégat travail et capital	Travail	Capital
1992-1996	0,41	0,17	0,16	0,16	0,60	0,28	0,16	0,40
1997-2002	0,18	0,24	0,26	0,16	0,35	0,24	0,17	0,28
1997-2000	0,13	0,18	0,20	0,11	0,25	0,18	0,13	0,20
2001	0,04	0,05	0,06	0,03	0,08	0,04	0,03	0,05
2002	0,01	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02	0,00	0,03

ENCADRÉ 2 (SUITE) : UNE MESURE ALTERNATIVE DE LA PRODUCTIVITÉ

Intuitivement, l'évolution effective des volumes se situe entre les deux estimations. On montre que les indices de Törnqvist sont exacts pour une fonction d'utilité ou de production quadratique, qui prend mieux en compte les effets de substitution entre les biens dus à des évolutions de prix relatifs qu'une fonction Cobb-Douglas par exemple.

Le calcul de la PGF peut ainsi être affiné en introduisant ces indices de Törnqvist pour le chaînage des indices de valeur ajoutée, d'emploi et de capital. Les calculs ont été effectués pour l'ensemble des sociétés non financières et des entrepreneurs individuels (hors agriculture et immobilier), et pour la branche manufacturière. L'analyse des

différences entre les méthodes d'agrégation nécessite un calcul au niveau le plus désagrégé ce qui explique l'utilisation de séries de valeur ajoutée, d'emploi et de capital au niveau 36.

Les résultats se présentent comme l'écart entre les mesures de Törnqvist et de Laspeyres.

Les indices de Laspeyres sous-estiment les évolutions des volumes, principalement pour la valeur ajoutée (cf. *tableau A*). Dans l'industrie manufacturière les écarts de mesure sont nettement plus élevés que dans l'ensemble de l'économie, du fait de plus grandes variations des prix relatifs, notamment entre les biens de consommation, les biens d'équipement et les biens intermédiaires. ■

ENCADRÉ 3 : LES DONNÉES UTILISÉES

Le champ retenu est celui des sociétés non financières et des entrepreneurs individuels. Les activités financières ne sont pas prises en compte car la mesure de la valeur ajoutée y repose sur une définition spécifique.

Pour le calcul de la productivité du travail et de la PGF on a également exclu l'agriculture (du fait d'une très forte proportion d'indépendants) et l'immobilier (qui peut difficilement être comparé aux autres branches du fait d'une intensité capitalistique très forte).

Les données relatives à la valeur ajoutée, au nombre de travailleurs et au capital sont issues de la comptabilité nationale. Pour le calcul du taux de marge on utilise les séries distinguant 7 secteurs dont les sociétés non-financières et les entrepreneurs individuels. Afin d'affiner l'analyse les calculs relatifs à la productivité du travail et à la productivité globale des facteurs sont menés au niveau le plus désagrégé possible soit le niveau F de la nomenclature des branches (36 branches).

Pour la durée travaillée (taux de temps complet et heures) on utilise l'enquête Emploi, en distinguant 36 branches.

Les données d'emploi

La prise en compte du travail des indépendants

Pour les calculs relatifs à la contribution de la productivité du travail au taux de marge (contributions de la production, de la durée hebdomadaire du travail, de sa structure par qualification, de la PGF et de l'intensité capitalistique) on prend en compte le travail des indépendants. Dans la comptabilité nationale, leur rémunération n'est pas distincte de l'excédent brut d'exploitation de leur entreprise. Afin de calculer la part de la rémunération du travail, y compris celui des indépendants, on la reconstitue en leur attribuant le salaire horaire des salariés qualifiés de leur branche.

La structure par qualification de la population active et les heures travaillées

La désagrégation de la population active suivant deux niveaux de qualification ainsi que la durée moyenne d'un temps complet sont calculées pour chaque branche au niveau F de la nomenclature (36 branches) à l'aide de l'enquête Emploi de 1992 à 2001.

On définit comme non qualifiés les ouvriers non-qualifiés et parmi les employés les agents de services (52), les employés de commerce (55) et les personnels de services (56), suivant la nomenclature des catégories socioprofessionnelles. Selon cette définition, les non-qualifiés représentent 17% de la masse salariale totale.

Dans l'enquête Emploi on dispose pour chaque qualification des effectifs à temps partiel ou à temps complet et du nombre d'heures travaillées par semaine. On peut construire, pour chaque niveau de qualification et pour chaque branche, quatre séries : l'effectif de salariés à temps complet, l'effectif de salariés à temps partiel et les durées hebdomadaires moyennes d'un temps complet et d'un temps partiel.

On peut ainsi calculer la durée hebdomadaire du travail (notée $T_p D_h$ dans l'équation (1)) par qualification et par branche ⁽¹⁾ :

$$T_p D_h = (1 - P_p) D_h + P_p D_p$$

avec P_p la proportion de salariés à temps partiel (ratio entre l'effectif personnes physiques de salariés à temps partiel et l'effectif personnes physiques total), D_h la durée hebdomadaire moyenne d'un temps complet et D_p la durée hebdomadaire moyenne d'un temps partiel.

ENCADRÉ 3 (SUITE) : LES DONNÉES UTILISÉES

Les données de capital

Pour le capital, on utilise les séries des comptes de patrimoine de la comptabilité nationale. Elles distinguent onze biens, notamment le capital en matériel informatique, en matériel de communication et en logiciels pour les biens de type Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication (NTIC).

Ces séries annuelles de formation brute de capital fixe et de stock de capital sont trimestrialisées en utilisant les séries des comptes trimestriels. Pour intégrer dans nos calculs le stock de capital effectivement mis en œuvre lors du processus de production, on effectue une correction du cycle d'activité en multipliant les séries de capital par les taux d'utilisation des capacités de production (TUC). Ces taux sont disponibles pour les branches manufacturières (biens de consommation, automobile, biens d'équipement, biens intermédiaires). Pour les branches

des activités de services, en l'absence d'un meilleur indicateur, le stock de capital est corrigé de la série des TUC de la branche manufacturière globale.

Les calculs sont effectués en taux de croissance au niveau le plus désagrégé (par branche et par degré de qualification ou type de capital). L'agrégation est opérée dans un premier temps à l'aide d'indice de Laspeyres soit une pondération à l'aide des parts en valeur à la date précédente (cf. encadré 2). Les taux de croissance ainsi agrégés sont ensuite chaînés depuis le premier trimestre de l'année 1992 (base 100). ■

(1) La comptabilité annuelle calcule de la même manière le coefficient de temps partiel mais utilise les enquêtes ACEMO pour la proportion des salariés à temps partiel. On privilégie ici l'homogénéité des sources en utilisant uniquement l'enquête Emploi. D'une manière générale, les déclarations de durée enquête Emploi (déclarations des employés) majorent les déclarations ACEMO (déclarations des employeurs).

ENCADRÉ 4 : LE MODÈLE MACRO-ÉCONOMÉTRIQUE MÉSANGE

Le modèle utilisé ici est le modèle Mésange, élaboré par la Direction de la prévision avec la collaboration de l'Insee. Assis sur les comptes nationaux trimestriels publiés selon le Système européen des comptes (SEC 95), il comprend environ 450 équations comptables et une quarantaine d'équations économétriques à correction d'erreurs décrivant les principaux comportements économiques des agents : décisions de consommation des ménages, d'investissement des entreprises, de formation des stocks, détermination des prix, etc. La majorité des équations sont estimées sur la période 1978-1999 et les prévisions du modèle supposent que les comportements des agents sont conformes à leur moyenne sur cette période.

On mesure l'emploi en nombre d'équivalents temps plein. Ainsi, le volume d'emploi prend en compte le développement du temps partiel mais pas la baisse de la durée hebdomadaire du travail. De même, le salaire modélisé est un salaire par équivalent temps plein.

Le modèle contient des variables endogènes, dont on peut faire des prévisions, et des exogènes. Pour les endogènes on utilise en prévision l'information disponible à la première date de prévision : les prévisions pour 2001-2002 reposent sur les données des comptes trimestriels jusqu'au dernier trimestre 2000, et celles

relatives à 2003 utilisent l'information disponible aujourd'hui. Les exogènes concernent l'environnement international (taux de change, prix à l'exportation de nos principaux partenaires, prix du baril de pétrole et demande mondiale adressée à la France), les taux d'intérêt et les variables de politique économique, telles que la dépense publique ou les taux d'imposition. Pour les prévisions sur 2001 et 2002 on utilise la chronique connue aujourd'hui de ces variables. Les prévisions pour 2003 nécessitent de faire des hypothèses pour les deux derniers trimestres.

Pour étudier dans quelle mesure les comportements diffèrent de leur tendance passée, on procède à l'inversion du modèle. Les variables observées qui dépendent d'une équation économétrique sont alors exogènes et les résidus des équations correspondantes endogènes. Ils traduisent l'écart de la variable expliquée à ce qu'elle aurait été, compte tenu de ses déterminants, à comportements inchangés.

Pour chaque équation on peut quantifier l'impact de cet écart sur les variations du taux de marge. Ainsi, pour mesurer l'effet de la modération salariale en 2001 et 2002 on exogénéise toutes les variables dépendant d'une équation économétrique excepté les salaires. ■

Investissement des entreprises : le creux est-il passé ?

Emmanuel Chion

Division comptes trimestriels

Patrick Corbel

Division enquêtes de conjoncture

Vladimir Passeron

Division synthèse conjoncturelle

Les dépenses d'investissement des entreprises sont un élément essentiel des mouvements cycliques. Pour la prévision conjoncturelle, il est donc crucial d'en comprendre les déterminants de court et de long terme. Après une croissance forte, de l'ordre de 9% par an entre 1998 et 2000, l'investissement des entreprises a brutalement ralenti en 2001 avant de reculer en 2002. Cette contraction a été un peu plus marquée que ce qu'indiquent les déterminants habituels retenus dans un modèle macroéconomique : demande anticipée, taux de profit et « Q de Tobin ». Début 2003, l'investissement a augmenté pour la première fois depuis deux ans. L'équation utilisée pour des prévisions à très court terme retrace correctement ce rebond et laisse augurer d'une meilleure orientation au cours des prochains trimestres. Ainsi, l'arrêt de la détérioration des anticipations de demande, la réduction des incertitudes et l'assouplissement des conditions financières permettront une reprise modeste de l'investissement au cours du second semestre de 2003.

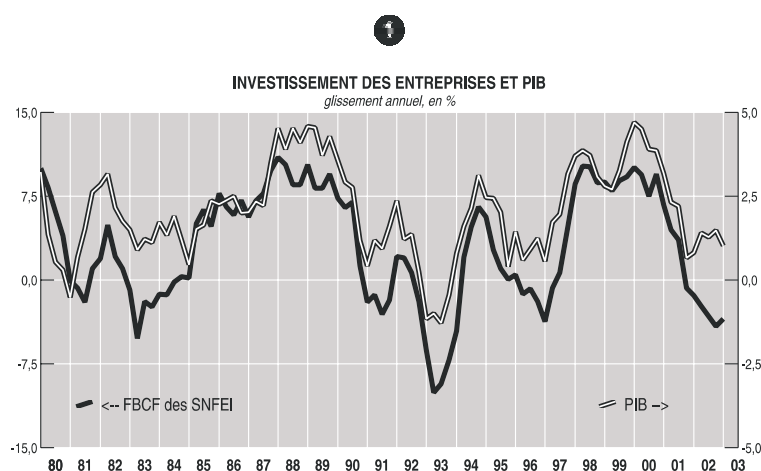
Pour la première fois depuis 1996, l'investissement des entreprises a reculé en 2002 : -2,8% en moyenne annuelle. De 1998 à 2000, il a augmenté sur un rythme proche de 9%, équivalent à celui du haut du cycle à la fin des années quatre-vingt. Il s'est ensuite nettement infléchi en 2001 (+3,5% en moyenne annuelle), avec un recul de la croissance trimestrielle enregistré dès le printemps. Il s'est alors contracté pendant 7 trimestres consécutifs, la baisse s'accroissant même en fin d'année dernière. Au total, en glissement annuel en fin d'année, l'investissement des entreprises non financières a reculé de 0,7% en 2001, et de 4,2% en 2002, après +9,5% en 2000.

L'infléchissement puis le recul ont concerné les principaux produits dans lesquels les entreprises investissent : -4,1% en 2002 dans les biens d'équipement, -5,9% dans l'automobile, -4,2% dans les bâtiments et travaux publics et -4,8% dans les services aux entreprises (en glissement annuel). L'ensemble des branches a été concerné par ce recul : l'enquête « investissement » auprès des industriels signale notamment une baisse de

13% de l'investissement en valeur l'année dernière, comparable au déclin de 1993 (-18%).

Cette contraction a accompagné et amplifié le fort ralentissement de l'activité depuis le début de 2001. De fait, les périodes de forte croissance ou de récession s'accompagnent en général de mouvements concomitants de l'investissement (cf. graphique 1). Ainsi, si l'investissement des entreprises ne représente que 11% des débouchés de la production, il est fortement corrélé à l'activité et contribue pour environ un quart des fluctuations du PIB (cf. encadré 1).

Mais en 2002 le recul de l'investissement a été plus fort que ne le laissait présager l'évolution de l'activité : alors que celle-ci augmentait de 1,4% (en glissement annuel), l'investissement des entreprises se repliait de 4,2%. Le taux d'investissement s'est ainsi réduit de 0,8 point en 2002 après -0,2 point en 2001. Autrement dit, d'autres déterminants expliquent la baisse observée l'année dernière, qu'ils soient habituels (effet « profit », « Q de Tobin ») ou spécifiques aux années 2001 et 2002.



Le retournement des anticipations est un premier facteur du récent déclin de l'investissement

Alors que la demande des ménages est restée relativement dynamique, le brusque gel des dépenses des entreprises depuis le début de 2001 s'explique d'abord par le retournement de la confiance des entrepreneurs, lié au ralentissement économique mondial. Les perspectives de débouchés à court terme, notamment au sein de la zone euro, se sont ensuite fortement dégradées tout au long de l'année 2001.

La contrainte anticipée sur l'évolution des débouchés peut être explicitement prise en compte dans l'équation macro-économétrique retenue pour l'analyse du comportement d'investissement, selon le principe keynésien d'accélérateur (cf. encadré 2). Dans cette période de ralentissement de l'activité économique, conséquence des nombreux chocs (éclatement de la bulle technologique fin 2000, attentats du 11 septembre 2001 aux États-Unis ...) qui ont entretenu la montée de l'incertitude, les entreprises ont sans doute limité leurs dépenses aux seules nécessaires. Elles ont donc contribué à amplifier

le ralentissement. Selon l'équation macroéconomique retenue, la dégradation des anticipations de demande aurait ainsi contribué pour environ 7 points au ralentissement observé de l'investissement, d'environ 10 points, entre 2000 et 2001 (en glissement annuel, cf. tableau 1 et graphique 2).

En 2002, après un rebond au début de l'année, les anticipations de demande se sont à nouveau dégradées au printemps. Cette persistance d'anticipations relativement pessimistes n'a pas permis de reprise de l'activité par l'investissement en

2002 : la contribution de la demande anticipée sur l'année n'est que légèrement supérieure à celle estimée en 2001.

De même, dans l'« étalonnage » utilisé à des fins de prévision à très court terme (cf. encadré 3), les variables issues des différentes enquêtes de conjoncture (les intentions de commande dans le commerce de gros, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie, et les variables issues de l'enquête sur l'investissement dans l'industrie) permettent d'expliquer une large part de la dé-

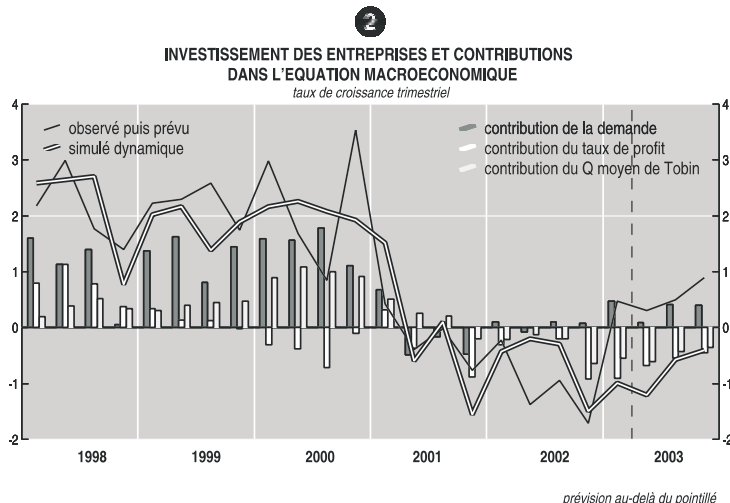


Tableau 1 : Contributions aux évolutions de l'investissement (modèle macroéconomique)

(en %)

	Glissements semestriels						Glissements annuels						
	2001		2002		2003		2000	2001	2002	2003	2001-2000	2002-2001	2003-2002
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.							
Demande	0,2	-0,6	0,0	0,2	0,6	0,8	6,2	-0,5	0,2	1,4	-6,6	0,7	1,2
Q	0,8	0,0	-0,3	-0,8	-1,2	-0,8	4,0	0,8	-1,2	-1,9	-3,2	-2,0	-0,7
Taux de profit	-0,1	-0,8	-0,3	-1,1	-1,6	-1,0	-1,5	-0,9	-1,4	-2,6	0,6	-0,5	-1,1
contribution du résidu	-0,9	0,7	-1,0	-0,9	3,0	2,4	0,7	-0,2	-1,8	5,3	-0,9	-1,6	7,2
FBCF	0,0	-0,8	-1,6	-2,6	0,8	1,4	9,5	-0,7	-4,2	2,2	-10,2	-3,4	6,4

Prévision

Tableau 2 : Contributions aux évolutions de l'investissement (modèle d'étalonnage)

(en %)

	Glissements semestriels					Glissements annuels				
	2001		2002		2003	2000	2001	2002	2001-2000	2002-2001
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.						
Variables d'enquêtes	-1,1	-3,4	-2,2	-3,2	-2,6	2,9	-4,4	-5,3	-7,3	-0,9
Taux d'intérêt	0,5	-0,1	-0,7	-0,6	0,3	1,0	0,4	-1,3	-0,6	-1,7
Cac 40	-0,6	-0,6	-0,2	-1,2	-0,4	1,5	-1,2	-1,4	-2,7	-0,2
Constante	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	4,8	4,8	4,8	0,0	0,0
Résidu	-1,2	1,0	-0,8	0,0	1,0	-0,9	-0,2	-0,8	0,7	-0,7
FBCF	0,0	-0,8	-1,6	-2,6	0,8	9,5	-0,7	-4,2	-10,2	-3,4

Prévision

ENCADRÉ 1 : CONTRIBUTIONS À L'ACTIVITÉ

L'analyse des évolutions respectives de l'investissement des entreprises en biens et services et de l'activité, permet de se rendre compte de la corrélation entre leurs fluctuations (cf. graphique 1).

On peut également analyser la contribution de l'investissement aux fluctuations de l'activité en décomposant de la façon suivante (cf. Grégoir et Laroque [1992]) :

$$\text{PIB} = \text{Investissement} + \text{Autres éléments de la demande} = \text{Inv} + \text{Aut}$$

$$\text{D'où : } \Delta \text{PIB} / \text{PIB}_{t-1} = \Delta \text{Inv} / \text{PIB}_{t-1} + \Delta \text{Aut} / \text{PIB}_{t-1}$$

Où Δ représente la variation d'une période sur l'autre.

Soient :

- $y_t = \Delta \text{PIB} / \text{PIB}_{t-1}$ le taux de croissance de l'activité au trimestre t
- $x_t = \Delta \text{Inv} / \text{PIB}_{t-1}$ la contribution de l'investissement à la croissance
- y et x les moyennes de y_t et de x_t sur l'ensemble de la période
- σ_y^2 et σ_x^2 les variances de y_t et x_t sur l'ensemble de la période
- ρ_{yx} la corrélation de y_t et x_t

Alors :

- x / y est une mesure de l'apport de la contribution de l'investissement à la moyenne de la croissance du PIB
- $\rho_{yx} \sigma_x / \sigma_y$ est une mesure de l'apport de la contribution de l'investissement à la variance de la croissance du PIB

Tableau A : Contribution de l'investissement à l'activité

(données trimestrielles en volume aux prix de 1995 ; période 1978-2002)

	% du PIB en 2002	Contributions...	
		... à la croissance moyenne du PIB	... à la variance du PIB
FBCF totale	20	18	39
des sociétés financières	1	1	1
des administrations publiques	3	3	8
des ménages (hors entrepreneurs individuels)	5	0	5
des SNFEI (*)	11	14	26
FBCF des SNFEI	11	14	26
ensemble des biens	7	11	15
automobiles	2	2	3
biens d'équipement	5	8	10
ensemble des services	4	3	11
bâtiment, travaux publics	2	0	7
services aux entreprises	2	3	3

(*) Sociétés non financières et entrepreneurs individuels.

Au total l'investissement ⁽¹⁾ représentait en 2002 20% du PIB en volume. Sur la période 1978-2002, ses variations contribuent pour un pourcentage similaire à la croissance moyenne du PIB. Mais compte tenu de sa variabilité et de sa corrélation au PIB, l'investissement total contribue pour environ 40% aux fluctuations macroéconomiques trimestrielles. L'investissement des administrations publiques (8%) et des ménages (5%) y contribuent pour une faible part. Ce sont surtout les dépenses d'investissement des entreprises, représentant 11% du PIB en 2002, qui contribuent le plus aux fluctuations du PIB : à hauteur de 26% sur la période 1978-2002.

Les dépenses d'investissement des entreprises sont réparties en quatre biens et services principaux : les produits automobiles, représentant 3% de la variabilité de l'activité totale ; les biens d'équipement (10%) ; la construction (7%) et les dépenses en services aux entreprises (dont logiciels, 3%). ■

(1) Ou formation brute de capital fixe (FBCF)

gradation de l'investissement en 2001. Elles contribuent à hauteur de 7 points à la baisse du glissement annuel entre fin 2000 et fin 2001. La contribution est de nouveau légèrement à la baisse entre fin 2001 et fin 2002, d'environ 1 point (cf. tableau 2 et graphique 3).

La dégradation du taux de profit a également contribué au recul en 2002

L'ampleur du ralentissement de l'investissement en 2001 et 2002 peut également s'expliquer par des contraintes de financement auxquelles un certain nombre d'entreprises ont dû faire face. Les ratios d'exploitation se sont dégradés et les capacités d'autofinancement se sont restreintes en 2002 (cf. graphique 4).

Dans l'équation macro-économétrique utilisée, le taux de profit ⁽¹⁾ joue directement sur l'évolution de l'investissement, traduisant l'idée qu'une partie des entreprises est contrainte par les conditions de financement (cf. encadré 2). Cet « effet profit » aurait contribué au glissement annuel de l'investissement à hauteur de -1,4 point en 2002, après -0,9 point en 2001 (cf. tableau 1).

Les effets cumulés « accélérateur » et « profit » dans un modèle habituel « accélérateur-profit » ne suffisent cependant pas à expliquer l'ampleur du ralentissement en 2001 et le recul en 2002. Les différents chocs qui ont affecté la dégradation des anticipations de demande et des ratios d'exploitation en 2001 et 2002 ont contribué au recul de l'investissement par d'autres canaux. Le choc financier des années 2001 et 2002 notamment, caractérisé par le fort recul des indices boursiers, a pu contribuer au gel des dépenses des entreprises observé depuis 2001.

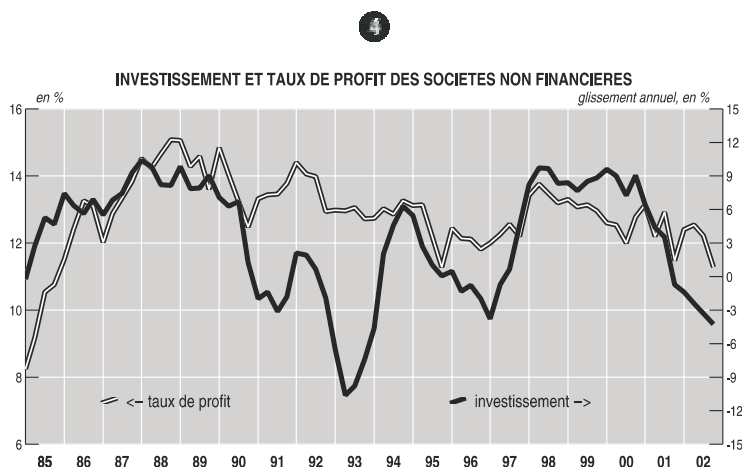
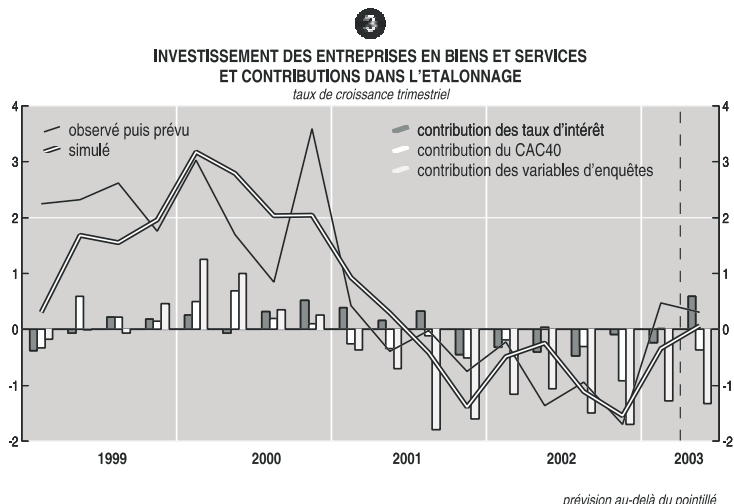
(1) Le taux retenu dans l'équation est le ratio de l'épargne des sociétés non financières et de leur capital en valeur, retardé d'un trimestre.

La chute des cours boursiers est une spécificité du ralentissement à l'œuvre depuis 2001

La dégradation des anticipations de demande des entreprises fin 2000, puis une nouvelle fois au printemps 2002, a en effet coïncidé avec un déclin d'ampleur historique des cours boursiers. L'indice CAC 40 a baissé de 23% de décembre 2000 à décembre 2001, puis de 31% durant 2002. Le retournement des cours boursiers fin 2000 est en général attribué à l'écclatement de la « bulle » technologique. L'écclatement de scandales comptables de type « Enron », la prise de conscience de la dégradation des comptes financiers des entreprises, et aussi la montée des incertitudes d'ordre géopolitique sont des éléments explicatifs de la nouvelle dégradation en 2002. La forte baisse des indices boursiers a pu peser sur l'investissement via plusieurs autres canaux que celui des anticipations.

Elle a d'abord fragilisé les conditions de financement externe des grandes entreprises. Nombre d'entre elles avaient pu financer leur croissance au cours de la période 1998-2000 par émissions ou échanges d'actions ; la chute des valeurs boursières a rendu plus difficile ce mode de financement.

Ensuite, elle a fortement contribué à la dégradation de la situation financière des entreprises. Elle a entraîné en effet des révisions à la baisse de la valeur des fonds propres des entreprises : la valeur estimée des « goodwill » (ou « écarts d'acquisition »), accumulés lors des importantes opérations de fusions et d'acquisitions des périodes de forte appréciation des cours boursiers, a ainsi été fortement révisée à la baisse pour mieux refléter la valeur des actifs possédés par ces entreprises (cf. Picart [2003]). Pour redresser leurs comptes financiers, et notamment le ratio « endettement / fonds propres » qui avait déjà fortement augmenté, les entreprises ont alors été incitées à limiter leurs dépenses d'équipement.



L'ensemble des effets de la chute des cours boursiers et de la valeur boursière des entreprises peuvent être captés en introduisant le « Q moyen de Tobin », rapport de la capitalisation boursière et du capital en valeur, dans l'équation macroéconomique visant à modéliser les dépenses d'investissement. Le « Q de Tobin » traduit l'idée que les entrepreneurs n'investissent plus lorsque le marché valorise les projets d'investissement en deçà de ce qu'ils coûtent : une chute de la valeur boursière signale une dégradation des profits futurs des investisseurs. La dégradation du « Q de Tobin » aurait ainsi contribué pour 3 points à la baisse du glissement annuel de l'investissement entre 2000 et 2001, puis à nouveau 2 points entre 2001 et 2002 (cf. tableau 1 et graphique 2).

De même, la variable retraçant les évolutions des cours boursiers enrichit notablement l'étalonnage

utilisé pour des prévisions à très court terme (cf. encadré 3). Dans celui-ci, le recul des bourses aurait contribué à hauteur de -3 points à la baisse du glissement annuel de l'investissement entre 2000 et 2001, la contribution étant pratiquement nulle en 2002 (cf. graphique 3 et tableau 2).

D'autres phénomènes ont pu jouer spécifiquement en 2001 et 2002

En 2001 et en 2002, le modèle « accélérateur - profit - Q de Tobin » qui sert à analyser les évolutions passées de l'investissement ne semble toutefois pas encore suffisant pour comprendre l'ampleur de la dégradation (contribution des résidus de l'équation macroéconomique de -0,2% puis de -1,8% au glissement annuel de l'investissement).

Il se peut cependant que l'effet de la chute des marchés boursiers soit sous-estimé. En effet le phénomène de recul des cours boursiers est relativement nouveau, ne serait-ce que par l'ampleur de la correction à la baisse de la capitalisation boursière ; l'estimation sur la base du comportement de dépenses passé ne permet probablement pas de capter l'ampleur de ses effets.

Par ailleurs, des facteurs spécifiques à cette période, qui ne sont pas retenus dans l'équation macroéconomique comme déterminants des évolutions de l'investissement dans le passé, peuvent avoir contribué au recul de l'investissement en 2001 et 2002.

La prise de conscience de la dégradation des comptes financiers début 2002 a non seulement joué sur la chute des cours boursiers mais a également déclenché la dégradation des conditions de crédit dans leur ensemble. D'une part les taux d'intérêts réels à long terme ont contribué dans l'étalonnage pour 1,7 point environ à la baisse du glissement de l'investissement en 2002 par rapport à 2001 (cf. tableau 2) ; d'autre part de fortes primes de risque, notamment à l'encontre de grandes entreprises, ont accru les difficultés de trésorerie des entreprises.

Le haut niveau d'endettement des grandes entreprises, résultant en partie de l'internationalisation au cours des années 1998 à 2000 (cf. Picart [2003] et Lagarde et alii [2003]), a amplifié la hausse des primes exigées par les prêteurs. De leur côté les petites entreprises ont pu rencontrer des conditions de financement plus restrictives de la part des intermédiaires financiers comme ce fut le cas lors des périodes de ralentissement passées (cf. Duhautois [2001]). Pour pallier les difficultés de financement à court terme, les entreprises ont dû limiter leurs dépenses d'équipement.

L'effet de l'endettement sur le ralentissement de l'investissement n'a pas été retenu dans nos outils économétriques ; il n'est pas signi-

ficatif sur la période d'estimation. Cependant, même si une partie des charges financières liées à l'endettement est prise en compte dans l'évolution du taux de profit, le fort niveau d'endettement a pu contribuer au gel des dépenses d'équipement en 2001 et 2002 en augmentant l'aversion au risque.

En outre, de même que les dépenses en technologies de l'information et de la communication (TIC) entre 1998 et 2000 ont amplifié le haut du cycle d'investissement, leur ralentissement a accentué le recul d'ensemble depuis 2001. Cet effet n'a pas pu être retenu dans la modélisation macro-économétrique. Toutefois, dans le modèle d'étalonnage, la variable illustrant les intentions de commande dans le commerce de gros de matériels informatiques illustre l'ampleur de cet effet sur l'investissement d'ensemble : une contribution de 0,7 point au ralentissement de l'investissement en 2001, et de 1,4 point en 2002 (en glissement annuel).

Enfin il est possible que le comportement de demande des entreprises ait été bien plus sensible à la dégradation de l'environnement extérieur depuis 2001 qu'il ne l'avait été dans le passé. Une sensibilité devenue plus grande à la demande externe expliquerait ainsi la dichotomie persistante entre demande des ménages relativement robuste et demande des entreprises atone pendant près de deux ans. En particulier l'atonie de la demande chez nos principaux partenaires commerciaux européens peut expliquer une partie du recul de l'investissement en 2002, non pris en compte par les déterminants retenus.

La reprise modeste de l'investissement serait validée par tous les déterminants

Au premier trimestre de 2003, les dépenses d'investissement se sont reprises après un fort recul en fin d'année dernière (+0,5% après -1,7% au quatrième trimestre de 2002). Ce rebond est cohérent avec les prévisions des industriels lors

de l'enquête sur l'investissement d'avril 2003 : ils prévoient pour l'ensemble de l'année une hausse de leurs dépenses d'équipement en valeur. Elle laisse espérer que l'arrêt de la dégradation enregistré au premier trimestre de 2003 sera confirmée en cours d'année.

Le rebond enregistré au premier trimestre en biens d'équipement électriques et électroniques (+5,8%) pourrait être le signe avancé d'un retournement de tendance, qui semble par ailleurs attesté par l'arrêt de la dégradation des intentions de commandes des grossistes en matériels informatiques. Ceci confirmerait, comme c'est le cas aux États-Unis, que le point bas du cycle d'investissement est passé.

L'arrêt probable de la dégradation des ratios d'exploitation au cours des prochains trimestres (cf. dossier « La baisse récente du taux de marge est-elle transitoire ? ») laisse espérer des contributions plus neutres du taux de profit à l'avenir, sans que l'on puisse s'attendre à une reprise de l'investissement par un fort rétablissement de la profitabilité des entreprises comme en 1997 et 1998. L'hypothèse conventionnelle de stabilisation des indices boursiers contribuerait par ailleurs à une meilleure orientation des dépenses d'investissement.

Néanmoins, l'atonie des perspectives de demande ne laisse pas augurer d'une franche reprise de l'investissement par un effet « accélérateur », à l'œuvre par exemple en 1995 ou en 1998. Dans un contexte de baisse des taux d'intérêt à court et long terme et d'atténuation de l'aversion au risque, les conditions financières pour les entreprises continueraient de s'assouplir. Les principaux déterminants de l'investissement étant légèrement mieux orientés en seconde partie d'année, on assisterait ainsi à une reprise modeste de l'investissement au cours du second semestre de 2003 sur un rythme annuel de l'ordre de +2 à +3%. ■

ENCADRÉ 2 : UNE MODÉLISATION MACROÉCONOMIQUE DE L'INVESTISSEMENT

Suivant les théories économiques, différents facteurs peuvent être pris en compte pour déterminer l'investissement. Généralement, les modélisations appréhendent l'investissement par le biais du capital comme facteur de production.

Dans le cadre d'analyse néo-classique, l'entreprise cherche à maximiser son profit à travers ses choix de combinaisons entre capital et travail, sous l'hypothèse d'absence de contrainte sur les débouchés. En écrivant le profit : $\pi = PVA - CK - WL$

Où : VA : valeur ajoutée en volume
P : prix de valeur ajoutée
L : travail
W : coût du travail
K : capital
C : coût d'usage du capital ⁽¹⁾

En faisant l'hypothèse de fonction de production Cobb-Douglas, le capital de long-terme se définit alors comme une fonction du coût réel du capital (C/P) et de celui du travail. L'intensité capitalistique (K/VA) est liée au coût réel du capital seulement.

D'une manière générale, ces modèles ne parviennent pas à saisir de manière satisfaisante l'effet du coût du capital, les coefficients étant soit de signe non conforme à la théorie, soit non significatifs. De plus, le coût du capital fait intervenir dans son calcul des anticipations de prix et de taux de déclasserment qui sont difficiles à mesurer.

Le cadre d'analyse néo-classique peut être complété par la prise en compte de différents éléments :

- L'existence de contraintes sur les débouchés. L'intensité capitalistique est alors une fonction du coût réel du capital et de la contrainte sur les débouchés. Cela permet de faire apparaître l'effet « accélérateur » s'appuyant sur les anticipations de demande formulée par les entrepreneurs. Dans ces modèles, l'entreprise choisit pour un niveau de production donné les quantités de capital et de travail minimisant son coût. Ce modèle présente l'inconvénient d'offrir une approche dynamique peu satisfaisante (cf. *Herbet [2001]*).
- L'hétérogénéité dans les modes d'accès au financement. L'introduction du taux de profit dans les équations peut ainsi traduire les contraintes pour les entreprises qui doivent autofinancer leurs investissements, notamment celles dont la faible solvabilité constitue un obstacle au financement externe. Le capital peut ainsi se traduire comme fonction du taux de profit.

(1) Le coût d'usage du capital correspond au coût de location du capital (de prix P_I) à partir d'un emprunt au taux R pour une période donnée, en tenant compte du déclasserment δ , soit :

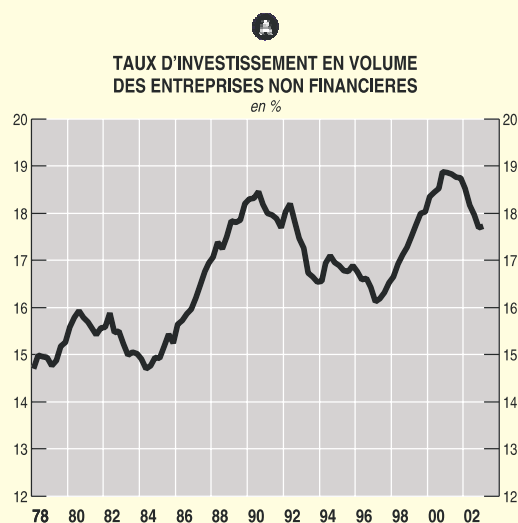
$$C = -P_{I(+1)}^a (1 - \delta) + P_I (1 + R) \approx (R + \delta - \pi_{I(+1)}^a) P_I$$

Généralement, dans les travaux sur données macroéconomiques, le taux de profit correspond au taux de rentabilité économique (excédent brut d'exploitation ou EBE sur capital). On peut aussi utiliser l'épargne des entreprises, c'est-à-dire l'EBE diminué des charges d'intérêts, des dividendes ainsi que des impôts. Cette variable traduit l'idée que l'investissement dépend plus directement de l'autofinancement que de l'EBE.

- Les coûts d'ajustement. La maximisation du profit fait alors apparaître comme déterminant de l'investissement le ratio défini par Tobin [1969] : ce ratio, le Q-marginal de Tobin, indique si l'accroissement de la valeur de l'entreprise dû à l'investissement est supérieur à son coût. Comme il n'est pas observable directement, il peut être approché sous certaines hypothèses par le Q-moyen qui rapporte la valeur de marché des entreprises à leur capital, valorisé au coût de remplacement. Le Q-moyen est censé prendre en compte tous les paramètres de l'investissement, les anticipations du marché étant supposées efficaces. Cela suppose aussi qu'il n'existe pas de distorsion due à la fiscalité et qu'il n'y ait pas de biais entre les entreprises pour lesquelles on dispose de données sur la capitalisation boursière et les autres. En raison de ces biais et dans une approche empirique, on peut retenir d'autres variables que le Q de Tobin dans l'équation.

Présentation de l'équation retenue

La plupart des modèles mentionnés ci-dessus utilisent comme variable à expliquer le capital en tant que facteur de production. Il n'existe cependant pas en comptabilité nationale de séries trimestrielles de capital. Il faut donc les construire. Surtout, les équations issues d'un modèle avec capital font ressortir généralement une force de rappel assez faible. A l'instar du modèle pour la zone euro présenté dans la note de conjoncture de mars 2003, l'équation de long-terme retenue retrace les détermi-



ENCADRÉ 2 (SUITE) : UNE MODÉLISATION MACROÉCONOMIQUE DE L'INVESTISSEMENT

nants du taux d'investissement en volume (c'est-à-dire l'investissement rapporté à la valeur ajoutée des SNFEI, cf. graphique A). L'idée sous-jacente est qu'à long terme le ratio I/K est constant, égal à la somme du taux de déclasserement et du taux de croissance du capital ; pour le long terme, il est donc indifférent de modéliser directement l'investissement ou le capital.

L'équation à long-terme retenue relie le taux d'investissement au Q de Tobin et au taux de profit. Elle est estimée suivant la méthode de Stock et Watson [1993] sur la période 1987 à 2001 :

$$\log(inv / VA) = -2,49 + 0,24Q + 0,05 * txprofit$$

(-28,4) (11,7) (7,9)

Données trimestrielles de 1987 à 2001.

Entre parenthèses : statistiques de Student

Où :

- inv : la formation brute de capital fixe des SNFEI en volume ;
- VA : la valeur ajoutée des SNFEI en volume ⁽²⁾ ;
- Q : le Q-moyen calculé comme la capitalisation boursière rapportée au capital des SNFEI en valeur ; la capitalisation boursière est celle du CAC40 ;
- txprofit : le taux de profit calculé ici comme l'épargne des sociétés non financières rapportée à leur capital en valeur.

Les tests de Dickey-Fuller augmentés et de Shin permettent d'accepter l'hypothèse de cointégration entre ces variables intégrées d'ordre 1. L'hypothèse d'existence d'une seule relation de cointégration peut être retenue, en utilisant la méthode de Johansen. Le modèle fait apparaître une élasticité positive à long terme à la fois sur le Q-moyen et sur le taux de profit. Par ailleurs, le taux d'endettement, le coût du capital ou ses composantes s'avèrent ne pas apporter d'information supplémentaire pour la modélisation de l'investissement à long terme. Il en est de même à court terme.

(2) Celle-ci a été reconstruite à partir de la VA en valeur disponible dans les comptes nationaux sur les secteurs institutionnels, en déflatant la VA de chaque secteur institutionnel (hors SNFEI) par un indice de prix calculé comme une pondération des branches représentatives du secteur et en soldant sur l'ensemble de la VA en volume.

Équation :

$$\Delta \log(inv) = 1,37\Delta(VA_{instr}) + 0,01 * \Delta txprofit + 2,4\%dum894$$

(7,67) (4,54) (2,56)

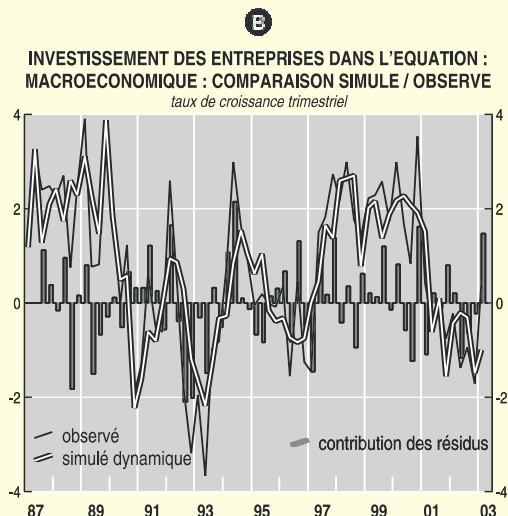
$$- 0,18 * [\log(inv_{t-1}) - \log(VA_{t-1}) - (-2,49 + 0,24Q_{t-1} + 0,05txprofit_{t-1})]$$

(-4,74)

$$R^2 = 0,72 \quad DW = 2,00 \quad RMSE = 0,91\%$$

Données trimestrielles de 1987t3 à 2001t4

Où : dum894 est une indicatrice du quatrième trimestre de 1989.



À court terme, l'effet accélérateur est traduit par l'introduction de l'évolution de la valeur ajoutée.

Cependant, l'investissement des entreprises est une composante directe de la valeur ajoutée. En estimant directement l'investissement par la valeur ajoutée, le résidu ne serait pas indépendant de la valeur ajoutée. Pour pouvoir utiliser cette variable à court terme, il est préférable de l'instrumenter. La variable retenue dans l'équation de court terme n'est donc pas directement l'évolution de la valeur ajoutée mais la projection de celle-ci sur ses retards, ainsi que sur ceux des évolutions de l'investissement, du taux de profit et du taux d'utilisation des capacités.

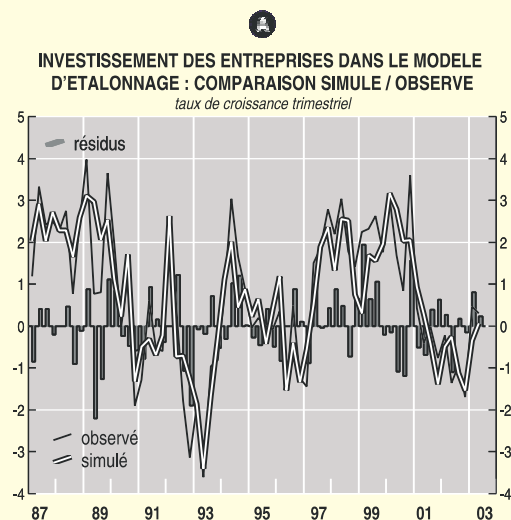
En prenant en compte la cible de long terme, l'équation s'écrit comme un modèle avec correction d'erreur. La valeur ajoutée instrumentée ressort dans l'équation de court terme avec une élasticité supérieure à l'unité, conforme à un effet accélérateur. Une hausse durable de 1% de la valeur ajoutée entraîne une hausse de 1,4% à l'horizon d'un trimestre de l'investissement et de 1,2% à l'horizon d'un an. Une hausse du taux de profit d'un dixième de point entraîne une hausse de 0,1% puis de 0,3% aux mêmes échéances, et une hausse de 10% sur le « Q moyen » est neutre à très court terme et entraîne une hausse de 0,8% à l'horizon d'un an. ■

ENCADRÉ 3 : UTILISATION DES ENQUÊTES DE CONJONCTURE POUR LA PRÉVISION À COURT TERME DE L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES

Les modèles d'étalonnage permettent d'utiliser des informations « qualitatives » pour prévoir quantitativement l'évolution d'agrégats. Dans le cas présent, un modèle permet de prévoir à court terme les évolutions de l'investissement des entreprises, relatées dans les comptes trimestriels, à partir de variables quantitatives et qualitatives, issues notamment des enquêtes de conjoncture.

Les enquêtes de conjoncture visent en effet à donner une information en avance sur la publication des comptes trimestriels. Cette information, sous forme qualitative (soldes d'opinion) ou quantitative, entre dans un modèle de prévision de la progression de l'investissement du trimestre, dit « modèle d'étalonnage ». Les données qualitatives utilisées ici sont d'une part issues de l'enquête dans le « commerce de gros », au travers des soldes d'opinion des grossistes sur leurs intentions de commande en biens d'équipement ; d'autre part l'enquête trimestrielle sur « l'activité dans l'industrie » permet le calcul du taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie (TUC).

Dans le modèle retenu, on utilise également les prévisions quantitatives d'investissement issues de l'enquête de conjoncture sur l'industrie et les réponses qualitatives sur l'évolution semestrielle des investissements fournies par la même enquête. Les informations quantitatives de



cette enquête, portant sur l'ensemble de l'année, apportent ainsi une information conjoncturelle aux fluctuations de l'investissement.

L'équation relie en outre l'évolution de l'investissement des entreprises non financières à deux indicateurs quantitatifs : l'évolution de l'indice boursier CAC40 d'une part, celle du taux réel à 10 ans d'autre part. L'effet du CAC 40

Équation d'étalonnage :

$$\begin{aligned} \Delta fbcf_bs = & 0,13\Delta PREV_IND + 0,04\Delta SURP_IND + 0,04IC_TER + 0,003IC_INFO_{-1} + 0,43\Delta TUC_{-2} \\ & (2,99) \quad (2,89) \quad (4,72) \quad (2,74) \quad (2,11) \\ & - 0,85\Delta R10R_{-3} + 3,84\Delta CAC_{-1} + 117 \\ & (-3,90) \quad (2,92) \quad (8,61) \\ R^2 = & 0,75 \quad RMSE = 0,88\% \quad DW = 188 \quad \text{Période d'estimation : 1987 T1 à 2002 T4} \end{aligned}$$

Où :

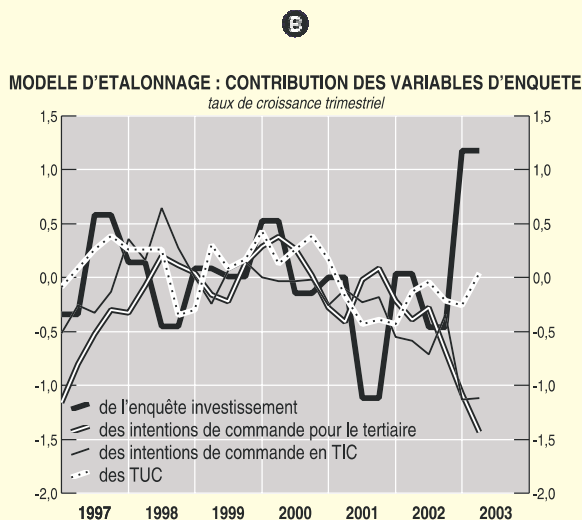
- $\Delta fbcf_bs$: variable expliquée, est l'évolution trimestrielle de la formation brute de capital fixe (FBCF) des sociétés non financières et entreprises individuelles (SNFEI) en l'ensemble des biens et services ;
- $\Delta PREV_IND$ est la différence première de la série trimestrialisée des prévisions d'évolution annuelle de l'investissement pour l'année en cours, fournie par les enquêtes de conjoncture sur l'investissement d'avril (portant sur le premier semestre) et octobre (resp. le second) sur le champ de l'industrie manufacturière. La série n'est prise en compte que depuis 1992, pour tenir compte du changement de calendrier de l'enquête ;
- $SURP_IND$ est l'écart entre le solde d'opinion des industriels sur l'évolution semestrielle passée et l'évolution semestrielle prévue, soldes recueillis dans les enquêtes de conjoncture sur l'investissement d'avril et d'octobre (champ industrie manufacturière) ; cette variable, trimestrialisée, mesure la « surprise » depuis la dernière enquête ; la différence première de cette variable est utilisée ($\Delta SURP_IND$) ;
- IC_TER et IC_INFO sont les soldes d'opinion des grossistes de l'enquête de conjoncture sur le « commerce de gros » sur leurs intentions de commande en biens d'équipement destinés au secteur tertiaire et en matériel informatique ; l'enquête de conjoncture sur le commerce de gros étant bimestrielle, les séries sont trimestrialisées au préalable ;
- ΔCAC est la croissance trimestrielle de l'indice boursier CAC40 ;
- $\Delta R10R$ est la variation trimestrielle du taux d'intérêt nominal à 10 ans déflaté par l'évolution des prix à la consommation ;
- des indicatrices au premier trimestre de 1992 et au deuxième de 1996 ont été introduites pour ne pas dégrader l'équation.

ENCADRÉ 3 (SUITE) : UTILISATION DES ENQUÊTES DE CONJONCTURE POUR LA PRÉVISION À COURT TERME DE L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES

sur l'investissement peut être interprété comme celui du Q de Tobin (cf. encadré 2). Celui des taux d'intérêt réels traduit l'effet du coût du capital sur son volume.

L'analyse des contributions sur le dernier cycle d'investissement (de 1997 à aujourd'hui) met en évidence au cours des années récentes la contribution importante des variations de l'indice CAC40 (cf. graphique 3).

L'analyse des contributions des variables d'enquête (cf. graphique B) montre qu'elles ont toutes pesé sur le recul de l'investissement en 2002. Début 2003, l'enquête sur l'investissement dans l'industrie au travers des prévisions de montants d'investissement et des tendances d'évolution semestrielles signale un arrêt de la dégradation et le maintien des projets de dépenses. Toutefois, même si la dégradation semble cesser, les intentions de commande des grossistes en biens destinés au secteur tertiaire, et celles concernant les commandes de matériel informatique restent mal orientées. ■



ENCADRÉ 4 : LES SOURCES STATISTIQUES SUR L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES

Les comptes nationaux

La formation brute de capital fixe (FBCF) est le « solde des acquisitions et des cessions d'actifs fixes, réalisées par les producteurs résidents au cours d'une période donnée, augmentées de certaines plus-values sur actifs non produits découlant de l'activité de production des unités productives ou institutionnelles » ⁽¹⁾. Les actifs fixes sont les actifs « corporels ou incorporels issus de processus de production et utilisés de façon répétée ou continue dans d'autres processus de production pendant une durée d'au moins un an ».

• Les comptes annuels

Pour établir les données relatives à l'investissement, les comptes annuels arbitrent à partir de deux sources principales. D'une part, l'investissement pour chaque type de produit est estimé à partir de l'équilibre ressources-emplois, d'autre part, les comptables annuels utilisent le Système intermédiaire d'entreprises (SIE) qui compile les données fiscales de toutes les entreprises. Dans les liasses fiscales sont en effet recueillis les tableaux des immobilisations, permettant de retracer l'investissement en valeur. Les enquêtes annuelles d'entreprises, ainsi que des enquêtes spécifiques (Insee, Banque de France et Association des sociétés financières) sont exploitées pour certains postes particuliers tels que le crédit-bail. Les comptes annuels effectuent le calcul de l'investissement des sociétés non financières (SNFEI) par branches d'activité et par produits.

• Les comptes trimestriels

Les comptes trimestriels ne calculent l'investissement des SNFEI que par type de produits, selon la méthode d'« étalonnage-calage » : étalonnage sur des indicateurs infra-annuels et calage sur les comptes annuels. Les sources des indicateurs sont hétérogènes selon les produits. Les indices de chiffres d'affaires calculés par l'Insee, issus des déclarations que doivent remplir les entreprises pour le paiement de la TVA, sont utilisés pour estimer la FBCF en biens d'équipement mécaniques, en biens d'équipement électriques et électroniques, ainsi qu'en services aux entreprises (comprenant les logiciels). Pour les biens d'équipement, les indices sont ceux relatifs aux entreprises du commerce de gros en ces biens. Les entreprises déclarantes sont celles assujetties au régime fiscal réel normal, les autres représentant moins de 5% du chiffre d'affaires dans ce secteur.

Les immatriculations de voitures de sociétés, de poids lourds, de bus, ainsi que de véhicules utilitaires légers servent d'indicateurs pour l'investissement en produits automobiles. Les travaux publics sont calculés à partir du chiffre d'affaires des travaux réalisés, transmis par la Fédération nationale des travaux publics.

Pour le bâtiment, la méthodologie des comptes trimestriels est la même que celle présidant à l'élaboration de l'équilibre ressources-emplois en annuel. Les indicateurs, gros entretien et mises en chantier, sont fournis par la Direction des affaires économiques et internationales du ministère de l'Équipement. Les mises en chantier sont données suivant le type de bâtiment commencé (industriel, commerce, stockage,...). Un bâtiment dont la

(1) cf. le Système Européen des Comptes (SEC) 1995.

ENCADRÉ 4 (SUITE) : LES SOURCES STATISTIQUES SUR L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES

construction s'étale sur plusieurs périodes est comptabilisé à chaque période au fur et à mesure de son avancement, et non pas au moment de l'achèvement ou de l'achat. Des « grilles-délais » par type de bâtiment sont ensuite appliquées pour pouvoir estimer cet investissement.

L'enquête de conjoncture sur le commerce de gros

L'enquête bimestrielle de conjoncture sur le commerce de gros recueille l'opinion des grossistes sur leur ventes, leurs intentions de commande, l'évolution des prix ... Cette enquête fournit un des meilleurs indicateurs avancés sur l'évolution de l'investissement. Plus précisément les intentions de commande (solde d'opinion de la tendance d'évolution pour les deux mois à venir) des grossistes en biens d'équipement fournissent une indication fiable sur l'évolution de l'investissement des entreprises (cf. graphique A).

Dans l'étalonnage présenté dans l'encadré 3, on utilise les soldes d'opinion sur les intentions de commande en biens d'équipement destinés au tertiaire et en matériel informatique. Notamment, le solde d'opinion relatif aux intentions de commande en matériel informatique fournit une information conjoncturelle précieuse sur l'une des composantes de l'investissement « en nouvelles technologies ». De façon générale le suivi de ces soldes d'opinion par type de biens d'équipement donne des indications non disponibles ailleurs sur l'évolution conjoncturelle de l'investissement par secteur d'activité (industrie, tertiaire, BTP, agriculture).

L'enquête sur l'investissement dans l'industrie

L'enquête sur l'investissement dans l'industrie existe depuis 1965. Réalisée en janvier, avril et octobre de chaque année (depuis 1991), elle permet de recueillir auprès des industriels l'état de leurs projets d'investissement ou de leur réalisation. En janvier et avril de chaque année (N), les chefs d'entreprise sont interrogés sur leurs investissements projetés ou réalisés en N-2, N-1 et N. Lors de l'enquête d'octobre, ce sont les montants d'investissement relatifs aux années N-1, N et N+1 qui sont recueillis. La suite des enquêtes permet ainsi de calculer six estimations successives d'évolution de l'investissement, depuis la première estimation précoce d'octobre N-1 jusqu'à l'estimation finale en avril N+1.

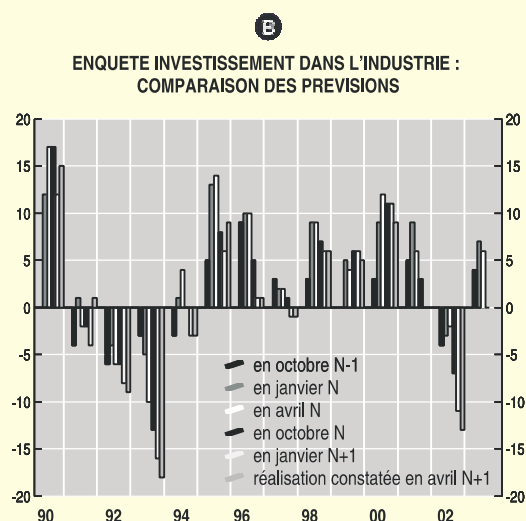
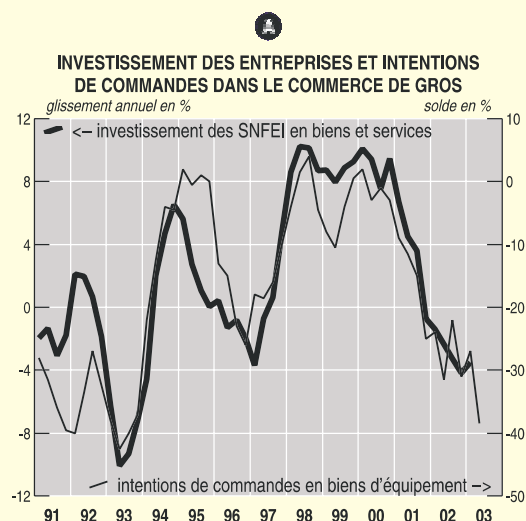
En plus de ces estimations quantitatives sur les montants d'investissements l'enquête permet de recueillir les soldes d'opinion des industriels sur la tendance au semestre en cours (dite évolution passée) et celle du semestre à venir (dite évolution prévue) de leurs investissements.

De nombreux travaux (cf. par exemple Fayolle [1987]) montrent qu'en dépit de la volatilité des prévisions des industriels telle qu'elle est retracée par la succession des estimations d'évolution de l'investissement calculées à partir de l'enquête (cf. graphique B), cette dernière fournit

une information fiable sur les tendances conjoncturelles de l'investissement des entreprises. La prise en compte des résultats de l'enquête dans l'étalonnage des prévisions d'évolution à court terme de l'investissement enrichit l'étalonnage (cf. encadré 3) : l'amélioration porte sur la différenciation du cycle d'investissement suivant les secteurs d'activité.

Une estimation de l'évolution de l'investissement dans le secteur des services (enquête de conjoncture sur l'activité dans les services)

Depuis 1992 des questions portant sur l'investissement ont été introduites dans les différentes enquêtes de conjoncture (enquête sur l'activité dans les services, dans le commerce de détail, le commerce de gros et le

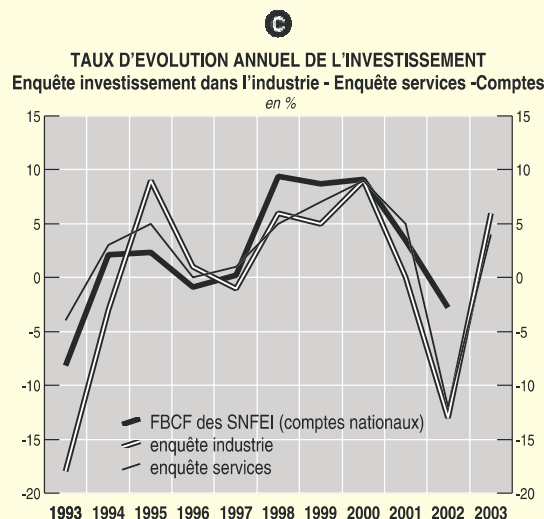


ENCADRÉ 4 (SUITE) : LES SOURCES STATISTIQUES SUR L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES

bâtiment) sur le modèle de l'enquête sur l'investissement dans l'industrie (questions en montants d'investissement sur trois années successives).

En attendant d'approfondir la méthodologie d'estimation pour tenir compte de la spécificité de chacun des secteurs, des séries d'évolution ont été estimées à partir des données recueillies dans les enquêtes en utilisant la même méthodologie que dans l'enquête industrie.

Concernant le secteur des services (services aux entreprises hors télécommunications et services aux particuliers), la série des taux de croissance s'avère proche de celle dans le secteur de l'industrie. La dernière prévision disponible (enquête d'avril 2003) portant sur l'année 2003 donne +5%, soit une croissance très proche de celle dans l'industrie à la même date (+6%) (cf. graphique C). ■



BIBLIOGRAPHIE

- Crépon B., Rozenwald F. : « *Des contraintes financières plus lourdes pour les petites entreprises* », Économie et statistique, 2001.
- Duhautois R. : « *Le ralentissement de l'investissement est plutôt le fait des petites entreprises tertiaires* », Économie et statistique, 2001.
- Epaulard A. : « *À la recherche des déterminants de l'investissement des entreprises* », Économie et statistique, 2001.
- Fayolle J. : « *Pratique contemporaine de l'analyse conjoncturelle* », Économica, 1987.
- Grégoir S., Laroque G. : « *La place des stocks dans les fluctuations conjoncturelles* », Annales d'économie et statistique n° 28, 1992.
- Herbet J-B. : « *Peut-on expliquer l'investissement à partir de ses déterminants traditionnels au cours de la décennie 90 ?* », Économie et statistique, 2001.
- Houdebine M. : « *Prévisions d'investissement et utilisation des capacités* », note de conjoncture de l'Insee, juin 1998.
- Lagarde P., Raspiller S. et Roux S. : « *La situation économique et financière des entreprises françaises : de fortes hétérogénéités* », dossier de L'Économie française en 2002 - Rapport sur les comptes de la Nation, à paraître en juin 2003.
- Michaudon H., Vannieuwenhuyze N. : « *Peut-on expliquer les évolutions récentes de l'investissement ?* », note de conjoncture de l'Insee, mars 1998.
- Picart C. : « *Endettement et internationalisation des groupes* », Insee Première, mars 2003.
- Stock J., Watson M. : « *A simple estimator of cointegrated vectors in higher order integrated systems* », Econometrica, vol.61, pp. 783-820, 1993.
- Tobin J. : « *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory* », Journal of Money, 1969. ■



Fiches Thématiques

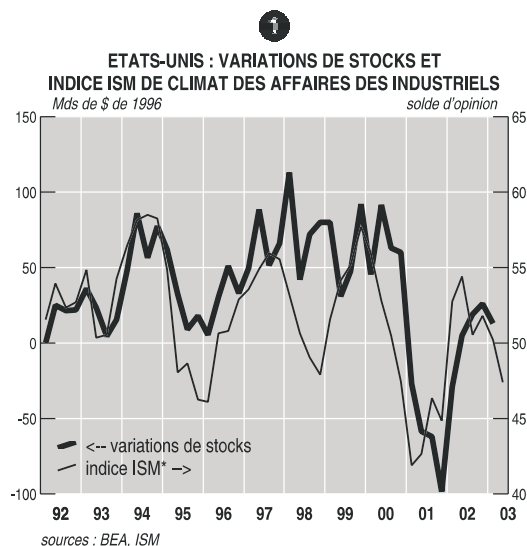
Environnement international de la zone euro

La croissance du PIB a été modérée aux États-Unis et au Royaume-Uni au premier trimestre de 2003. La faiblesse de l'activité chez ces deux partenaires de la zone euro reflète essentiellement l'attentisme des agents face à la crise en Irak. Avec la fin de l'intervention militaire et la levée des incertitudes géopolitiques, l'activité accélérerait progressivement à partir du troisième trimestre de 2003. À l'horizon de la fin de l'année, l'environnement international de la zone euro serait ainsi un peu plus porteur qu'en début d'année. Cette reprise serait toutefois modeste et les croissances des économies américaine et britannique resteraient inférieures à leur potentiel.

Aux États-Unis, l'activité accélérerait légèrement à partir du troisième trimestre, mais resterait inférieure au potentiel de l'économie

La croissance de l'activité a été de +0,5% aux États-Unis au premier trimestre de 2003 (cf. tableau). Cette croissance modérée reflète essentiellement l'attentisme des agents face à la montée des incertitudes avec le conflit au Moyen-Orient. Côté ménages, l'indice de confiance a chuté et la consommation a été modérée au premier trimestre de 2003. Côté entreprises, l'attentisme est visible dans l'indice ISM de climat des affaires des industriels qui a diminué continûment au cours du premier trimestre. Incertaines, les entreprises ont préféré limiter le niveau de leur production, reporter leurs projets d'investissement et ralentir leur rythme de stockage qui reste néanmoins positif (cf. graphique 1). Conséquence de l'attentisme des ménages et des entreprises, les importations se sont contractées par rapport au quatrième trimestre de 2002.

Au deuxième trimestre de 2003, la croissance du PIB serait faible, de +0,3%, malgré un redémarrage sensible de la demande faisant suite à la fin de l'intervention militaire en Irak. Avec la levée des incertitudes géopolitiques, la confiance des ménages a en effet rebondi à partir du mois d'avril. Comme lors de la guerre du Golfe en 1991 ⁽¹⁾, après avoir diminué suite à la montée des incertitudes, la consommation reviendrait sur la tendance suivie avant la crise au cours du deuxième trimestre de 2003. Ce retour à la tendance se traduirait par une accélération temporaire de la consommation. Celle-ci serait de plus favorisée à partir du deuxième trimestre par la baisse



* Données mensuelles ; dernier point observé : mai 2003.

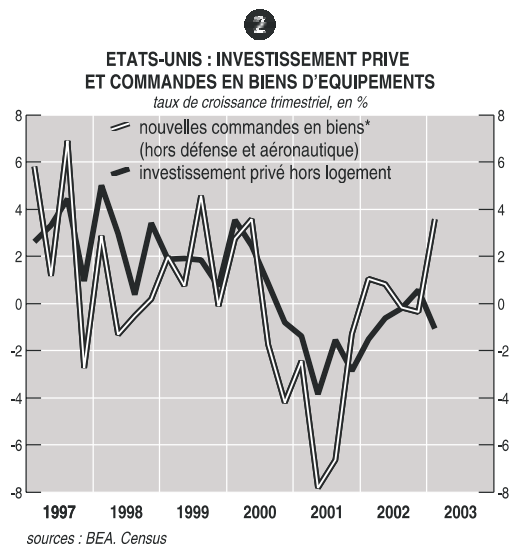
du prix du pétrole ⁽²⁾ et l'atténuation progressive des effets du prélèvement pétrolier sur le pouvoir d'achat des ménages.

Deuxième moteur de la demande intérieure américaine, l'investissement des entreprises se stabiliserait après la baisse observée au premier trimestre. La reprise de l'investissement, initiée au quatrième trimestre de 2002 après les fortes baisses observées en 2001 et 2002, a été interrompue au premier trimestre de 2003 par la montée des incertitudes géopolitiques. La croissance de l'investissement serait à nouveau positive à partir du deuxième trimestre après la levée de ces incertitudes et la baisse du prix du pétrole qui améliore les profits des entreprises. La reprise de l'investissement ne serait néanmoins que graduelle du fait d'anticipations de demande encore dégradées chez les industriels : le solde d'opinion ISM relatif aux nouvelles commandes est ainsi resté faible, inférieur au seuil de 50 en moyenne sur les trois derniers mois ⁽³⁾. Le redressement de l'investissement suivrait avec retard la remontée des nouvelles commandes en biens d'équipements observée au premier trimestre de 2003 (cf. graphique 2).

(1) cf. encadré sur les effets de la première guerre du Golfe dans la vue d'ensemble de la note de conjoncture de Mars 2003.

(2) cf. fiche pétrole et matières premières.

(3) Un seuil supérieur / inférieur à 50 pour les soldes ISM indique que l'opinion des entrepreneurs est favorable / défavorable.



* Données mensuelles ; dernier point observé : mars 2003.

Les anticipations toujours dégradées des chefs d'entreprise conduisent également ceux-ci à limiter le niveau de leur production et à ralentir leur rythme de stockage au deuxième trimestre malgré la reprise de la demande. La croissance du PIB serait ainsi modérée au deuxième trimestre de 2003, comme le suggèrent les premiers indicateurs quantitatifs disponibles : les heures travaillées ont baissé en avril et en mai par rapport à la moyenne du premier trimestre (cf. graphique 3) et les nouvelles inscriptions à l'assurance chômage pour les mois d'avril et mai ont nettement augmenté.

À partir du troisième trimestre de 2003, l'activité accélérerait légèrement. La croissance du PIB serait en moyenne de +0,6% par trimestre, soit légèrement inférieure au potentiel de l'économie américaine. L'accélération de la production au cours de l'année 2003 serait d'abord liée à l'amélioration des anticipations de demande des entreprises face à des rythmes de croissance de la consommation plus soutenus à partir du deuxième trimestre de 2003. De plus, la reprise de la production serait également favorisée par l'arrêt de la baisse des exportations à partir du deuxième trimestre de 2003 : le solde d'opinion ISM des industriels sur les commandes étrangères qui reste supérieur au seuil de 50 au premier trimestre de 2003 et en avril et mai en est un signe avancé (cf. graphique 4). Sous l'hypothèse d'une stabilisation du taux de change euro/dollar à 1,15, les entreprises américaines bénéficieraient jusqu'à la fin de l'année de la dépréciation passée du dollar par rapport à l'euro qui rend leurs exportations plus compétitives. La reprise des exportations serait toutefois modérée par un environnement extérieur peu porteur. En particulier, la croissance molle prévue en zone euro n'autoriserait pas des exportations très dynamiques. Enfin, le faible niveau des stocks par rapport aux ventes atteint au premier trimestre conduirait aussi les entreprises à produire davantage pour accélérer le rythme de stockage.

En ce qui concerne leur investissement, les entreprises reprendraient graduellement leurs projets à partir du troisième trimestre de 2003, en raison de l'assouplissement des conditions de financement.

PIB DES PRINCIPAUX PARTENAIRES DE LA ZONE EURO (part des pays dans l'OCDE)

(en %)

	Évolutions trimestrielles						Variations annuelles		
	2002		2003				2001	2002	2003
	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.			
ÉTATS-UNIS (34,0%)									
PIB	1,0	0,3	0,5	0,3	0,7	0,6	0,2	2,4	2,0
Consommation	1,0	0,4	0,5	0,7	0,6	0,6	2,5	3,1	2,3
Investissement privé ⁽¹⁾	-0,1	1,1	0,0	0,3	0,8	0,8	-3,9	-3,1	1,6
<i>Investissement privé hors logement</i>	-0,2	0,6	-1,2	0,0	0,9	0,9	-5,3	-5,8	-0,2
<i>Investissement logement</i>	0,3	2,2	2,6	0,9	0,4	0,4	0,2	3,9	5,9
Dépenses gouvernementales ⁽²⁾	0,7	1,1	0,1	0,5	0,5	0,5	3,6	4,4	2,3
Exportations	1,1	-1,5	-0,4	0,0	1,0	1,0	-5,5	-1,8	0,2
Importations	0,8	1,8	-1,8	1,5	1,5	1,5	-3,0	3,5	3,1
Contributions :									
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,8	0,7	0,4	0,6	0,6	0,6	1,7	2,4	2,3
<i>Variations de stocks</i>	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,1	-1,4	0,7	0,1
<i>Commerce extérieur</i>	0,0	-0,4	0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,6	-0,4
ROYAUME-UNI (5,6%)									
PIB	1,1	0,4	0,2	0,3	0,4	0,4	2,1	1,8	1,7
Consommation	0,7	1,1	0,4	0,4	0,5	0,5	4,1	3,9	2,5
Investissement total ⁽³⁾	-0,3	0,5	-0,1	0,7	1,0	1,0	2,3	-3,2	1,6
Consommation publique	0,4	1,0	1,4	1,0	0,5	0,5	2,5	3,8	3,2
Exportations	-1,1	-3,6	0,0	0,8	0,8	0,8	0,9	2,5	3,2
Importations	0,2	0,2	0,7	1,0	1,0	1,0	2,3	1,5	2,9
Contributions :									
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,5	1,0	0,5	0,6	0,6	0,6	3,2	2,7	2,6
<i>Variations de stocks</i>	0,8	0,8	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,7	-0,1	0,7
<i>Commerce extérieur</i>	-0,4	-1,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,6	-0,9	-1,5

Prévision

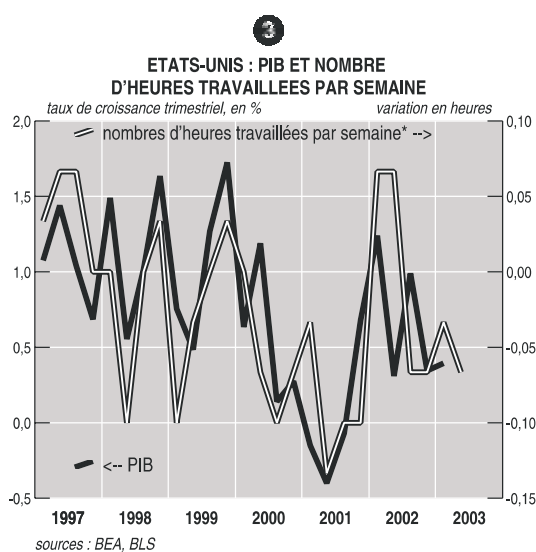
(1) Investissements des entreprises et des ménages

(2) Consommation et investissement publics

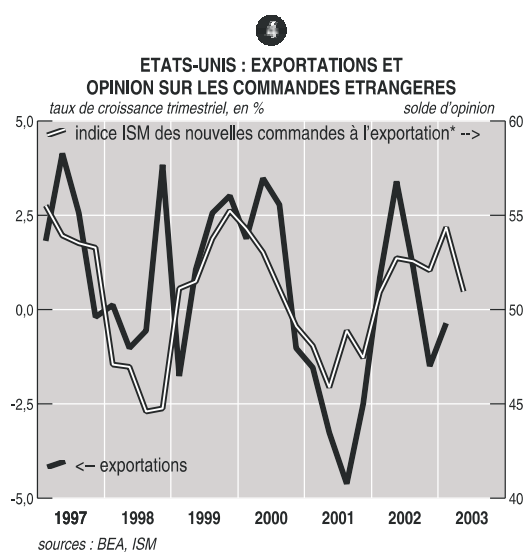
(3) Investissements des entreprises, des ménages et investissement public

Plusieurs indicateurs suggèrent que cet assouplissement, à l'œuvre depuis la fin de l'année 2002, se poursuivrait : les *spreads* de taux continuent de baisser depuis leur point haut en octobre 2002 ; les cours boursiers se sont stabilisés ; enfin, le nombre de banques déclarant resserrer leurs conditions de crédit diminue dans l'enquête des « loan officers » de la Fed. Les conditions de financement devenant plus souples, les entreprises reprendraient leurs investissements de productivité, notamment en ordinateurs et nouvelles technologies en raison de l'obsolescence rapide de ces équipements. La reprise de l'investissement serait limitée par les investissements de capacités qui continueraient d'être faibles étant donné le faible niveau des TUC (cf. graphique 5).

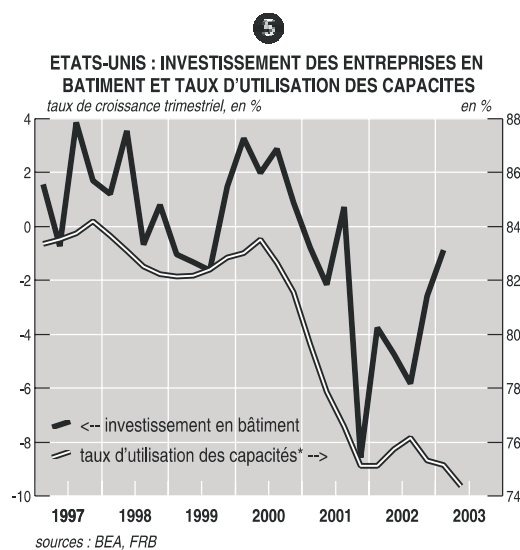
Côté ménages, la croissance de la consommation se maintiendrait à un niveau assez élevé, de l'ordre de +0,6% par trimestre au cours des deux derniers trimestres de l'année. Elle serait notamment favorisée par la diminution de l'inflation suite à la baisse du prix du pétrole et par les réductions d'impôts proposées par l'administration Bush. Votées par le Congrès, celles-ci auraient un effet rétroactif et seraient mises en œuvre dès le troisième trimestre grâce à des chèques de « remise d'impôts ». La croissance de la consommation serait néanmoins freinée par les effets de richesse négatifs persistants liés aux baisses passées des bourses : le taux d'épargne demeure faible au premier trimestre de 2003 par rapport au ratio richesse sur revenu. De



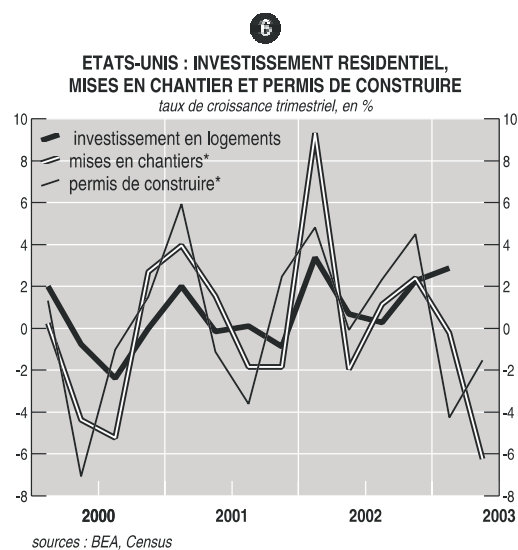
* Données mensuelles ; dernier point observé : avril 2003.



* Données mensuelles ; dernier point observé : mai 2003.



* Données mensuelles ; dernier point observé : avril 2003.



* Données mensuelles ; dernier point observé : avril 2003.

plus, les conditions des prêts hypothécaires cessent de s'améliorer, les taux longs ayant atteint des niveaux historiquement bas ⁽⁴⁾. Dans ces conditions, les ménages ralentiraient à la fois leur recours au refinancement de ces prêts et leur investissement en logements à partir du deuxième trimestre de 2003. Le ralentissement des mises en chantier et des permis de construire au premier trimestre de 2003 en sont deux signes avancés (cf. graphique 6).

L'activité au Royaume-Uni connaîtrait une reprise moins prononcée qu'aux États-Unis, demeurant en deçà de son rythme de 2002

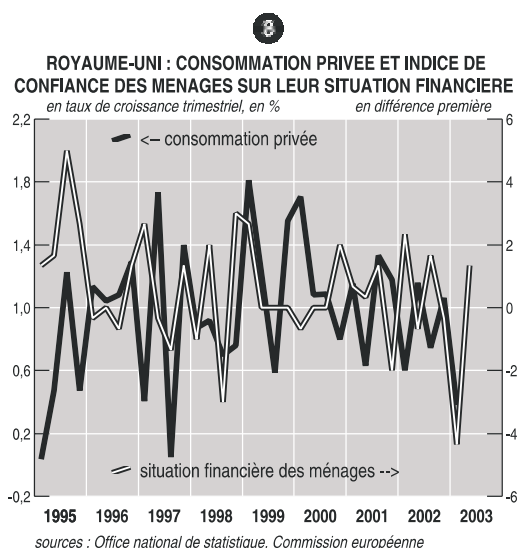
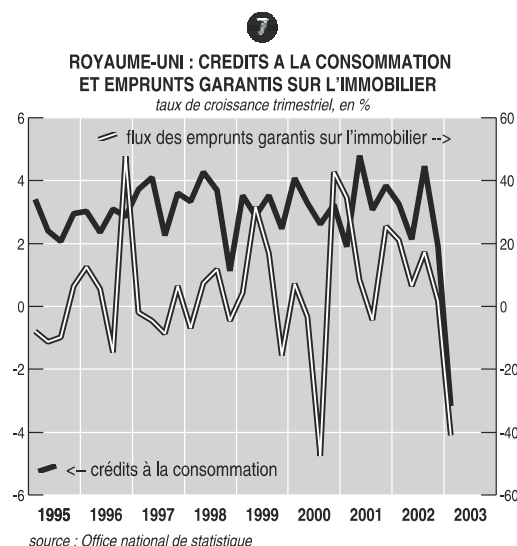
Au Royaume-Uni, le ralentissement de la croissance observée au premier trimestre de 2003 (+0,2% contre +0,4% au dernier trimestre de 2002) reflète la décélération de la demande intérieure : la croissance de la consommation privée est plus faible qu'en 2002 et les investissements ont diminué. Sans marquer de reprise significative, l'activité accélérerait légèrement à l'horizon de la prévision et s'établirait à +0,4% en fin d'année. La consommation des ménages, jusqu'alors principal moteur de la croissance britannique, lui apporterait tout au long de l'année 2003 une contribution sensiblement inférieure.

À l'image de la hausse de 0,4% au premier trimestre, la consommation privée conserverait en effet en 2003 un rythme de croissance plus faible qu'en 2001 et 2002. Tout au long de l'année, elle serait affectée par la moindre croissance de l'endettement et des ressources tirées du mécanisme de refinancement hypothécaire. Ainsi, au premier trimestre, le volume des crédits à la consommation a ralenti pour la première fois depuis 1994 et la décélération des prix de l'immobilier a freiné l'octroi des crédits garantis sur la valeur du patrimoine immobilier (cf. graphique 7). Ce mécanisme continuerait de diminuer les ressources des ménages en 2003, d'autant que dès le mois d'avril les cotisations sociales ont augmenté. Ainsi, bien que les incertitudes géopolitiques liées au conflit irakien se dissipent, la croissance de la consommation privée se limiterait au deuxième trimestre de 2003 au rythme modéré observé en début d'année (+0,4%).

Elle serait toutefois légèrement plus soutenue au second semestre de 2003 ; elle s'établirait à +0,5% au troisième comme au quatrième trimestre. En effet, bien que la consommation privée soit toujours affectée par la baisse des ressources provenant de l'endettement et du refinancement hypothécaire, l'effet de richesse négatif serait progressivement moins prégnant avec l'arrêt de la chute des bourses. Ainsi, au deuxième trimestre de 2003, l'opinion des consommateurs sur leur situation financière à venir se redresse fortement (cf. graphique 8).

(4) Sur ces deux points, cf. fiche environnement international de la zone euro de la note de conjoncture de Mars 2003.

Contrairement aux ménages pour qui l'année 2003 serait marquée par un ralentissement de la consommation, les entreprises entreraient progressivement dans un nouveau cycle d'investissement. Après un premier trimestre où les incertitudes géopolitiques et le ralentissement de l'activité industrielle ont freiné l'investissement, la croissance de ce dernier retrouverait un rythme positif sur le reste de l'année. Au deuxième trimestre, c'est principalement l'investissement public qui serait dynamique dans le cadre de la restructuration du système de santé et du système d'enseignement. Les entreprises conserveraient, quant à elles, un comportement frileux. En effet, la baisse des taux d'utilisation des capacités en début d'année est venue confirmer la dégradation des anticipations sur l'état de la demande industrielle. Les indicateurs de confiance dans l'industrie sont également peu optimistes sur l'état des commandes au deuxième trimestre (cf. graphique 9) ; ce climat reste peu favorable à un redémarrage marqué de l'investissement privé. Au second semestre, l'investissement total continuerait d'être croissant mais



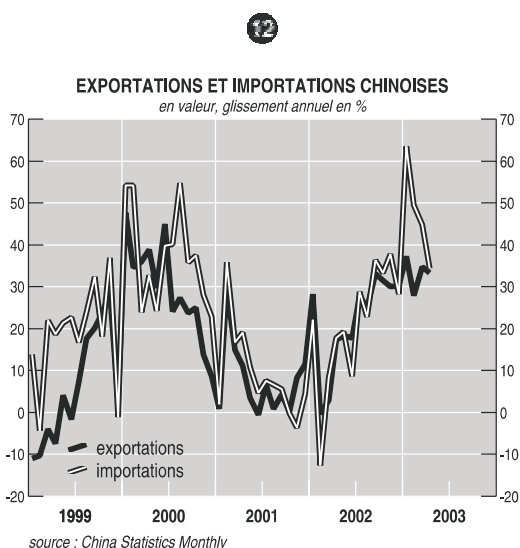
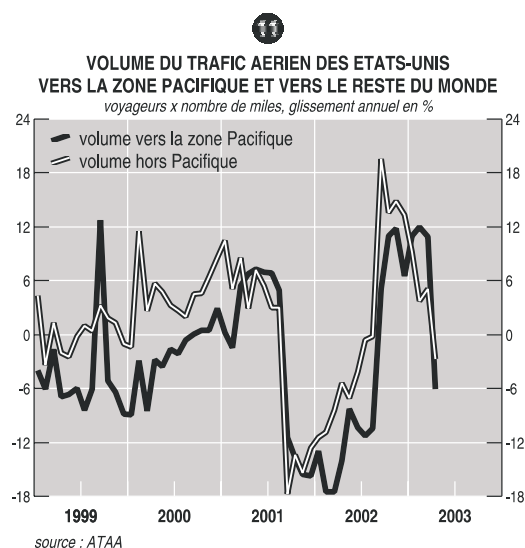
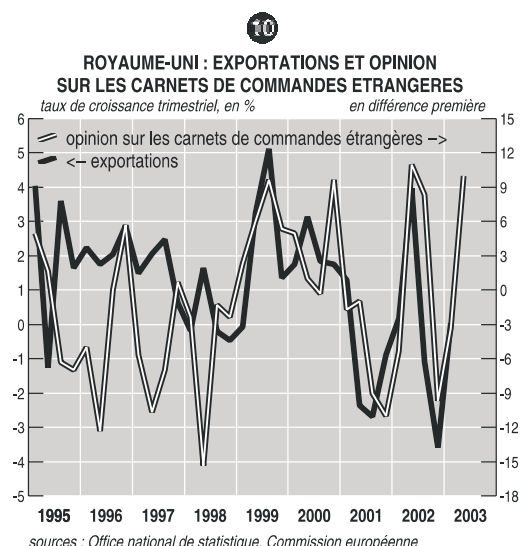
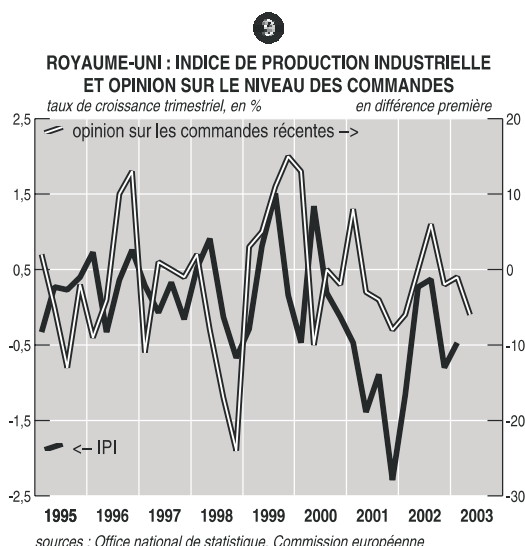
sa structure se modifierait. Alors que l'investissement public serait moins dynamique afin de limiter la hausse du déficit public, l'investissement privé accélérerait, soutenu par l'amélioration des conditions de financement et par l'apaisement du climat géopolitique mondial qui faciliterait le redémarrage d'un cycle d'investissement.

L'évolution des dépenses publiques serait similaire à celle de l'investissement public : très dynamiques au premier semestre, leur croissance ralentirait en deuxième moitié d'année en raison des inquiétudes suscitées par la hausse du déficit public. En effet, lors de la dernière présentation du budget au début du mois d'avril, le gouvernement a annoncé un déficit prévu de 2,5% du PIB pour l'année 2003, contre 2,1% en 2002.

Contrairement à la demande intérieure, la contribution des échanges extérieurs se redynamiserait au cours de 2003. Le profil des exportations serait croissant sur l'année 2003 après deux trimestres de

recul en fin d'année 2002 (respectivement -1,1% et -3,6% au troisième et quatrième trimestre de 2002). Après une stagnation au premier trimestre, les exportations retrouveraient un rythme trimestriel de +0,8% à partir du deuxième trimestre. Elles seraient largement stimulées par la dépréciation de la livre, qui a chuté de près de 12% par rapport à l'euro entre octobre 2002 et mai 2003, les exportations britanniques vers les pays de la zone euro représentant plus de 55% des exportations totales. Le redémarrage très progressif de l'activité mondiale soutiendrait par ailleurs les exportations britanniques en fin d'année 2003. Ainsi, les perspectives d'exportations ont progressé dans les enquêtes après avoir fortement baissé au quatrième trimestre de 2002 (cf. graphique 10).

Les importations britanniques accéléreraient également au cours de l'année, leur croissance étant conditionnée en grande partie par celle des exportations, mais également par celle de la demande intérieure. Le redressement des importations serait



toutefois plus modéré que celui des exportations. La contribution des échanges extérieurs, bien que toujours négative, serait moins pénalisante pour la croissance qu'en fin d'année 2002.

Si elle reste localisée, l'épidémie de pneumonie atypique aurait peu d'impact sur les économies américaine et européennes

Les premiers cas de syndrome respiratoire aigu sévère (SRAS) sont apparus au mois de novembre 2002 et l'organisation mondiale de la santé a lancé une alerte au niveau mondial le 12 mars 2003. L'épidémie de pneumonie atypique aurait peu d'impact sur les économies occidentales, sauf au Canada, car elle est surtout localisée en Asie. La Chine est de loin le pays le plus touché puisque plus de 300 décès liés au SRAS y ont été recensés sur un total mondial de 700 selon le communiqué de l'organisation mondiale de la santé du 26 mai 2003. Au sein des économies occidentales, le Canada est quasiment le seul pays touché avec une trentaine de décès.

Du fait de son développement surtout circonscrit à l'Asie, l'épidémie de pneumonie atypique détournerait les touristes occidentaux des régions tou-

chées. Elle est donc susceptible d'affecter deux secteurs au sein des économies occidentales seulement: celui du tourisme et celui du transport aérien. Dans le cas des États-Unis, le volume du trafic aérien de passagers à destination de la zone Pacifique a en effet davantage diminué que celui à destination du reste du monde hors Pacifique au mois d'avril 2003 (*cf. graphique 11*). Le poids des secteurs du tourisme et du transport aérien dans la production totale est néanmoins très réduit. Aux États-Unis, ils représentent 1,1% du PIB en 2001. L'impact sur le PIB via ce canal serait donc limité.

L'épidémie de pneumonie atypique serait également susceptible d'affecter les entreprises qui importent des biens en provenance des pays touchés ou qui exportent des biens vers ces pays. Les exportations chinoises ne semblent pas fortement touchées en avril (*cf. graphique 12*). Les importations américaines et européennes en provenance d'Asie seraient donc peu affectées et il n'y aurait pas de problèmes d'approvisionnement pour les entreprises. Quant aux importations chinoises, leur taux de croissance baisse très fortement. Mais étant donné leur faible poids dans les exportations américaines et européennes, celles-ci seraient peu affectées. Ainsi, si l'épidémie reste localisée, son impact sur les économies occidentales resterait modeste. ■

Conjoncture dans la zone euro

Dans un contexte de fortes incertitudes et un environnement extérieur peu porteur, le produit intérieur brut de la zone euro a stagné au premier trimestre de 2003 et n'accélérait pas significativement au deuxième (+0,1%).

L'activité resterait peu dynamique jusqu'en fin d'année, le PIB progressant de 0,2% aux troisième et quatrième trimestres de 2003. La consommation privée, dopée au premier trimestre par des dépenses exceptionnelles d'énergie en Allemagne et en France, ralentirait sensiblement à partir du deuxième trimestre, la détérioration des marchés du travail continuant de peser sur l'évolution des revenus et sur la confiance des ménages. Les exportations, pénalisées par l'appréciation marquée de l'euro par rapport au dollar, n'offriraient par ailleurs qu'un soutien limité à la croissance. Enfin, la levée des incertitudes géopolitiques et l'assouplissement des conditions financières ne permettraient qu'un redressement très graduel de l'investissement à partir du deuxième trimestre de 2003 : celui-ci serait en effet modéré par la faiblesse des perspectives de demande.

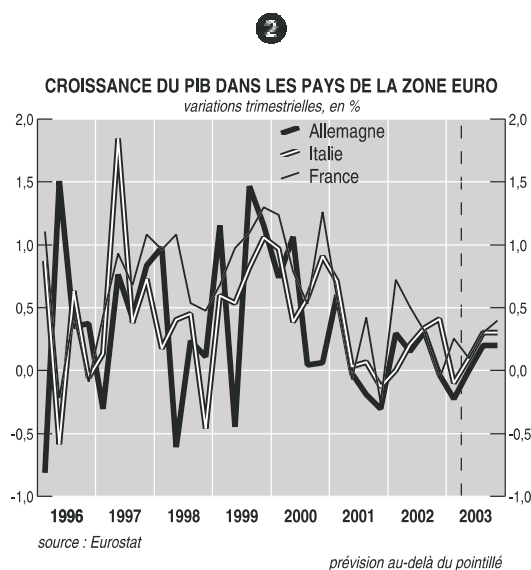
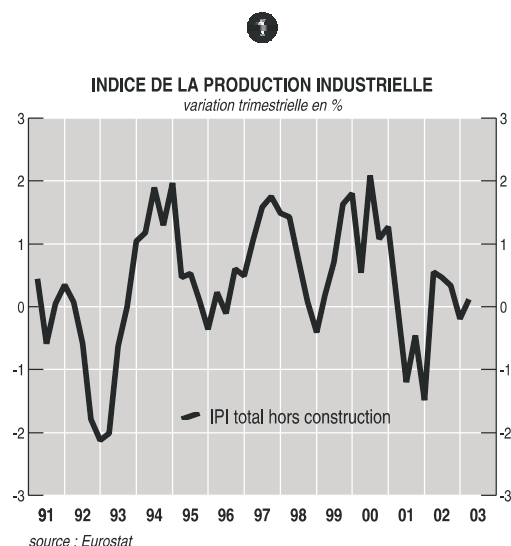
Le produit intérieur brut a stagné au premier trimestre de 2003

Au premier trimestre de 2003, la faiblesse de la production industrielle illustre l'atonie de l'activité en zone euro. Après la contraction observée au quatrième trimestre de 2002, l'indice de la production industrielle progresse de 0,1% au premier trimestre de 2003 (cf. graphique 1).

La stagnation du produit intérieur brut de la zone euro au premier trimestre de 2003 masque des disparités nationales (cf. graphique 2). Alors que l'Allemagne et les Pays-Bas entrent en récession, la croissance du PIB apparaît positive en France et en Espagne. En Italie, le PIB se contracte légèrement au premier trimestre, après avoir été dopé au quatrième trimestre de 2002 par des mesures exceptionnelles qui ont dynamisé l'investissement des entreprises et la consommation privée.

La faiblesse de la demande des entreprises de la zone euro a pesé sur l'activité au premier trimestre de 2003. En particulier, l'investissement s'est contracté de 1,4%. La dégradation des perspectives d'activité observée dans les enquêtes de conjoncture, et les incertitudes liées au conflit en Irak ont

conduit les entrepreneurs à reporter leurs projets d'investissement. En outre, des phénomènes exceptionnels intervenus en Allemagne et en Italie ont vraisemblablement amplifié ce recul. En Allemagne, après le surcroît ponctuel d'activité lié à la réparation des dégâts des inondations mais aussi à cause de conditions climatiques défavorables en janvier et en février, l'investissement en construction recule de 3,3% au premier trimestre de 2003. En Italie, l'investissement subit le contre-coup de la fin des mesures fiscales incitatives mises en œuvre dans le cadre de la Loi Tremonti-bis : il recule de 5%.

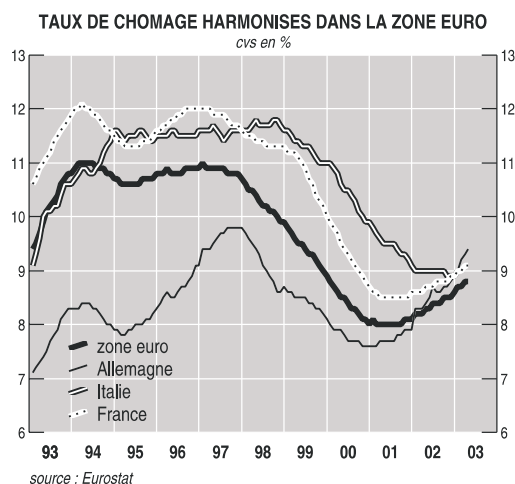


PIB DE LA ZONE EURO ET DES PRINCIPAUX PAYS DE LA ZONE EURO

(en %)

	Évolutions trimestrielles								Moyennes annuelles		
	2002				2003				2001	2002	2003
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.			
ALLEMAGNE											
PIB	0,3	0,2	0,3	0,0	-0,2	0,0	0,2	0,2	0,7	0,2	0,1
Consommation des ménages	-0,7	0,2	0,4	0,1	0,6	0,0	0,1	0,1	1,6	-0,6	1,0
FBCF totale	-1,9	-3,5	-0,2	0,8	-1,7	0,0	0,4	0,4	-4,9	-6,5	-1,8
Consommation publique	0,7	0,6	0,2	-0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,8	1,5	0,2
Exportations	0,6	1,2	2,9	0,3	0,7	0,4	1,0	1,3	5,4	2,7	3,9
Importations	-3,6	1,7	2,1	1,9	1,9	0,7	0,9	1,0	1,3	-2,1	6,3
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	-0,7	-0,5	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	-1,4	0,2
Variations de stocks	-0,4	0,7	-0,3	0,4	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,6	0,1	0,4
Commerce extérieur	1,4	-0,1	0,4	-0,5	-0,4	-0,1	0,1	0,2	1,4	1,6	-0,6
FRANCE											
PIB	0,7	0,5	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,4	2,1	1,2	0,8
Consommation des ménages	0,2	0,4	0,4	0,4	0,6	0,1	0,3	0,3	2,7	1,4	1,5
FBCF totale	0,0	-0,4	-0,7	-1,1	0,4	0,2	0,3	0,6	2,1	-1,4	-0,4
Consommation publique	1,4	1,1	0,7	0,7	0,1	0,6	0,6	0,6	3,2	4,1	2,2
Exportations	1,6	1,8	0,8	-0,5	-0,7	0,0	0,2	0,8	1,8	1,2	0,1
Importations	1,6	0,8	0,9	-0,6	0,7	0,8	1,0	1,2	1,4	0,7	2,3
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	0,4	0,4	0,3	0,2	0,4	0,2	0,4	0,4	2,6	1,4	1,3
Variations de stocks	0,3	-0,2	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,7	-0,4	0,1
Commerce extérieur	0,0	0,3	0,0	0,0	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,6
ITALIE											
PIB	0,0	0,3	0,1	0,4	-0,1	0,1	0,3	0,3	1,7	0,4	0,7
Consommation des ménages	-0,2	0,7	0,5	0,8	0,0	0,0	0,3	0,3	1,1	0,4	1,2
FBCF totale	-0,8	-0,4	2,3	3,7	-5,0	0,0	0,6	1,3	2,4	0,7	-0,8
Consommation publique	0,2	0,4	0,2	0,2	0,6	0,3	0,3	0,3	3,5	1,7	1,4
Exportations	-3,2	5,7	3,0	-1,7	-3,5	-1,0	0,0	0,0	1,1	-1,0	-2,8
Importations	0,1	3,0	2,5	1,5	-1,4	0,0	0,4	0,7	1,0	1,5	1,9
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	-0,2	0,4	0,8	1,3	-1,0	0,1	0,4	0,5	1,7	0,7	0,8
Variations de stocks	1,2	-0,8	-0,9	0,1	1,5	0,3	0,0	0,0	-0,1	0,4	1,2
Commerce extérieur	-0,9	0,8	0,2	-1,0	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	0,1	-0,7	-1,4
ESPAGNE											
PIB	0,5	0,5	0,7	0,3	0,5	0,3	0,4	0,5	2,7	2,0	1,8
Consommation des ménages	0,3	0,5	0,1	1,0	0,5	0,3	0,5	0,6	2,5	1,9	2,1
FBCF totale	0,6	0,9	1,4	-0,5	1,1	0,4	0,6	0,6	3,2	1,4	2,4
Consommation publique	1,0	0,5	1,4	1,3	1,0	0,8	0,8	0,8	3,1	3,8	4,1
Exportations	-2,2	1,3	5,8	1,0	-2,6	0,2	0,2	0,2	3,4	1,4	1,5
Importations	-0,8	0,0	4,3	4,1	-0,5	0,4	0,6	0,7	3,5	2,2	5,4
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,4	0,6	0,7	2,8	2,1	2,5
Variations de stocks	0,5	-0,5	-0,3	0,6	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,6
Commerce extérieur	-0,4	0,4	0,4	-1,0	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-1,3
ZONE EURO											
PIB	0,4	0,4	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	1,5	0,8	0,5
Consommation des ménages	-0,1	0,3	0,5	0,4	0,3	0,1	0,3	0,3	1,8	0,7	1,0
FBCF totale	-0,7	-1,3	0,2	0,0	-1,4	0,0	0,2	0,5	-0,6	-2,6	-0,2
Consommation publique	0,9	0,7	0,4	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	2,1	2,6	1,5
Exportations	-0,2	2,1	2,0	-0,2	-0,6	0,0	0,4	0,6	3,0	1,3	1,2
Importations	-1,3	1,5	1,9	0,7	0,6	0,2	0,4	0,7	1,7	-0,4	1,5
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	0,0	0,0	0,4	0,3	0,0	0,1	0,3	0,3	1,3	0,3	0,8
Variations de stocks	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,2
Commerce extérieur	0,4	0,3	0,1	-0,3	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,5	0,6	-0,1

Préviation
 Données arrêtées au 10 juin 2003.



Concernant les ménages, la consommation privée progresse de 0,3% en zone euro au premier trimestre de 2003, soutenue par une demande exceptionnelle d'énergie en Allemagne et en France. Toutefois, les déterminants de la consommation privée restent fragilisés en zone euro. La situation sur les marchés du travail continue de se dégrader, le taux de chômage atteignant 8,8% en avril contre 8,5% en décembre (cf. graphique 3). L'emploi total stagne en France au premier trimestre et se replie en Allemagne pour le sixième trimestre consécutif (-0,4%). En Italie, le marché du travail, jusque-là dynamique, commence à présenter des signes de faiblesse : le taux de chômage augmente au premier trimestre de 2003 pour la première fois depuis fin 1998 et la hausse de l'emploi se prolonge mais à un rythme ralenti (+0,1%). Dans un contexte de croissance modérée des salaires, cette faiblesse de l'emploi pèse sur l'évolution des revenus salariaux des ménages de la zone euro. En outre, la hausse du prix du Brent de 20% au premier trimestre de 2003 a érodé le pouvoir d'achat des ménages.

Les exportations ont baissé au premier trimestre de 2003 et elles ne se redresseraient que très progressivement d'ici la fin de l'année

L'atonie de la demande intérieure en zone euro a pesé sur l'évolution des exportations intra-zone au premier trimestre. Parallèlement, les exportations extra-zone ont été pénalisées par l'appréciation passée de l'euro par rapport au dollar (+12% sur l'ensemble de l'année 2002) et par la croissance modérée enregistrée au quatrième trimestre de 2002 et au premier trimestre de 2003 aux États-Unis et au Royaume-Uni. Au total, les exportations reculent de 0,6% au premier trimestre de 2003.

Au-delà du premier trimestre de 2003, les exportations continueraient d'offrir peu de soutien à l'activité. Elles seraient pénalisées en premier lieu par les

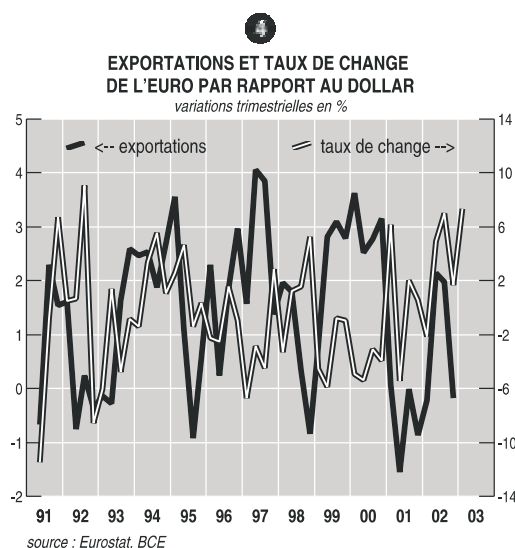
effets retardés de l'appréciation de l'euro par rapport au dollar au premier trimestre de 2003 (+7%) (cf. graphique 4). Par ailleurs, l'environnement extérieur de la zone euro resterait peu porteur, comme en témoignent les perspectives de demande étrangère déprimées dans les enquêtes de conjoncture au deuxième trimestre. Au total, les exportations stagneraient au deuxième trimestre de 2003 avant de se redresser légèrement à partir de l'été, à la faveur d'importations américaines un peu plus dynamiques. Les exportations progresseraient ainsi de 0,4% au troisième trimestre, puis de 0,7% au quatrième trimestre de 2003.

La consommation des ménages ralentirait au deuxième trimestre de 2003 puis progresserait lentement

Au deuxième trimestre, la consommation des ménages progresserait de 0,1% et n'apporterait plus qu'un faible soutien à la croissance. Elle resterait modérée jusqu'en fin d'année, progressant de 0,3% aux troisième et quatrième trimestres de 2003.

Le revenu des ménages continuerait à être pénalisé par le ralentissement passé de l'emploi, observé dans la plupart des pays de la zone euro. En outre, dans certains pays, comme en Italie, la modération salariale observée au premier trimestre de 2003, freinerait la croissance des revenus. Enfin, la dégradation de la confiance des ménages au cours des premiers mois de 2003 dans l'ensemble des pays de la zone euro affecterait encore les dépenses de consommation du deuxième trimestre (cf. graphique 5). Par exemple, en Italie, l'indice de confiance des ménages atteint en mai le point le plus bas depuis 1997 en dépit de la résolution de la crise en Irak.

En Allemagne, les dépenses de consommation des ménages seraient davantage déprimées que dans les autres pays de la zone euro. Au deuxième trimestre de 2003, la consommation stagnerait Outre-Rhin, pénalisée par une dégradation du marché du travail



marquée. La baisse de 2,6% des commandes domestiques en biens de consommation au premier trimestre de 2003 constitue probablement un signal avancé d'une consommation particulièrement faible au deuxième trimestre. De plus, l'annonce de la réforme du marché du travail et la mise en place d'une politique budgétaire restrictive pénaliseraient jusqu'en fin d'année la confiance des ménages. Ainsi, pour des motifs de précaution, le taux d'épargne resterait à des niveaux élevés.

En Italie, au deuxième trimestre de 2003, la consommation stagnerait en raison notamment de l'arrêt des mesures de soutien au secteur de l'automobile. Les immatriculations de véhicules neufs ont déjà chuté de 16% en avril par rapport à mars. De plus, la forte inflation observée en avril et en mai (+2,7% en glissement annuel) en dépit de la baisse du prix du pétrole, contribuerait à écorner un peu plus le pouvoir d'achat que dans les autres pays de la zone.

En Espagne, contrairement au reste de la zone euro, la consommation privée resterait dynamique. Elle serait soutenue par la baisse de l'impôt sur le revenu effective depuis le début de l'année 2003 (0,4 point de PIB).

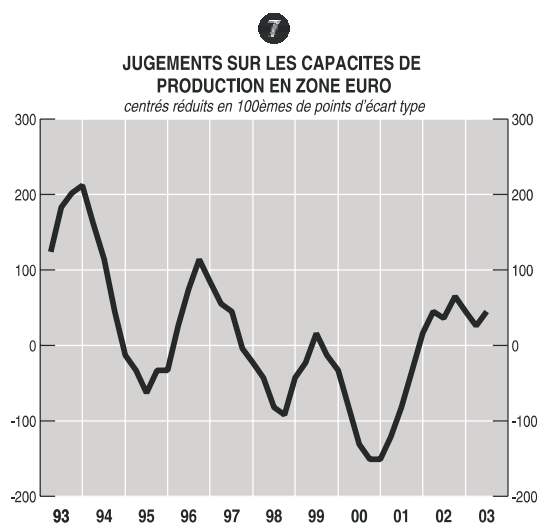
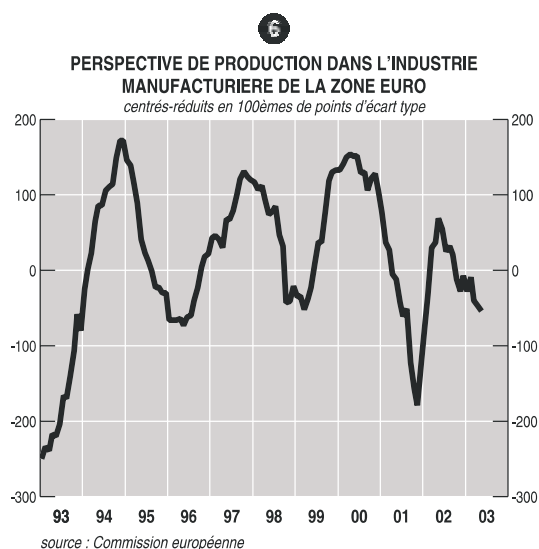
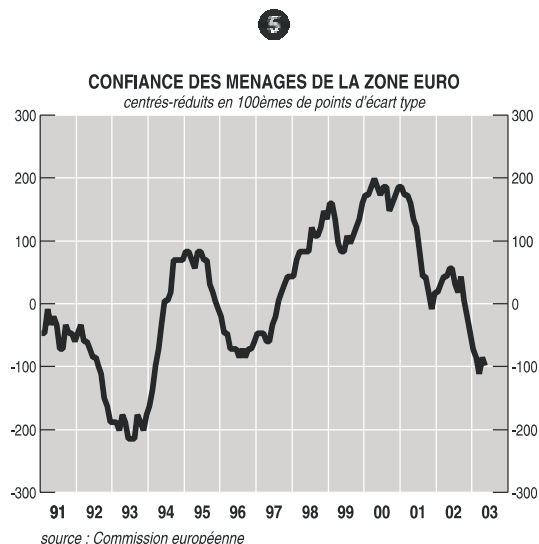
Malgré la faiblesse de la demande intérieure qui continuerait de peser sur les anticipations des entreprises, l'investissement se redresserait graduellement au cours de l'année 2003

Au deuxième trimestre de 2003, la croissance du PIB s'établirait à 0,1% en zone euro. Ce faible dynamisme de l'activité persisterait jusqu'en fin d'année, le PIB progressant de 0,2% aux troisième et quatrième trimestres de 2003.

En l'absence de soutien extérieur et compte tenu de l'atonie de la demande des ménages, l'activité industrielle resterait dégradée au deuxième trimestre de 2003. Les indicateurs avancés disponibles confirment ce diagnostic : les commandes adressées à l'industrie manufacturière sont déprimées au premier trimestre de 2003, reculant de 1,4% en Italie et de 0,1% en Allemagne. En outre, en zone euro, l'acquis de croissance de l'indice de la production industrielle pour le deuxième trimestre est négatif en mars (-0,7% par rapport à la moyenne enregistrée au premier trimestre de 2003).

Dans l'industrie manufacturière, les enquêtes de conjoncture se sont détériorées sensiblement en mars, avril et mai dans l'ensemble des économies de la zone euro. En particulier, les industriels demeurent pessimistes quant à l'évolution de leur production (cf. graphique 6) et ils sont de plus en plus nombreux à juger leurs capacités de production insuffisantes en regard de la demande (cf. graphique 7).

Malgré ces anticipations déprimées qui continueraient de peser jusqu'en fin d'année, l'investissement se redresserait graduellement à partir du



deuxième trimestre de 2003 et retrouverait un rythme de croissance positif. La baisse des taux d'intérêt monétaires et l'arrêt de la chute des bourses favoriseraient un assouplissement progressif des conditions financières. Cet assouplissement constituerait le principal facteur explicatif de la stabilisation de l'investissement. En outre, depuis le mois de février 2003, les enquêtes de conjoncture dans le secteur de la construction font état d'une amélioration du climat des affaires qui pourrait annoncer un arrêt de la dégradation de l'investissement en construction. Enfin, la levée des incertitudes liées à la

guerre en Irak relancerait sensiblement les projets d'investissement retardés jusque-là par l'attentisme des entrepreneurs.

En Italie, l'investissement serait plus dynamique que dans les autres pays de la zone euro. L'investissement des entreprises serait favorisé par des mesures fiscales : baisse de deux points du taux d'imposition sur les bénéfices des sociétés. De plus, l'investissement public serait dynamisé par la mise en œuvre de promesses électorales concernant la modernisation des infrastructures étatiques. ■

Prix à la consommation au sein de la zone euro

Le vif renchérissement des prix des produits pétroliers durant l'hiver, qui s'était traduit par le redressement de l'inflation dans la zone euro jusqu'à +2,4% en février et mars 2003, n'a été que temporaire. Sa résorption rapide au printemps se traduit par le repli de l'inflation à +2,1% en avril. Ce mouvement reflète aussi en partie la baisse de l'inflation sous-jacente au premier trimestre de 2003, masquée jusqu'alors par les hausses des prix énergétiques.

Ce recul de l'inflation sous-jacente prendrait fin au cours du deuxième trimestre de 2003, les prix des produits manufacturés cessant de décélérer. L'inflation sous-jacente se stabiliserait sur le reste de l'année 2003 un peu en dessous de +2,0%.

Sous l'hypothèse d'un prix du Brent proche de 25 dollars le baril jusqu'à l'automne, pour s'infléchir à 22 dollars le baril en fin d'année, et d'un taux de change stable à 1,15 dollar pour 1 euro, l'inflation dans la zone euro se stabiliserait autour de +2,0%. Elle s'établirait à +2,1% en juin et à +2,0% en décembre 2003.

La baisse du prix du pétrole favorise le ralentissement des prix au printemps

Avec la dissipation des tensions inflationnistes liées aux prix de l'énergie, l'inflation dans la zone euro reprend au deuxième trimestre de 2003 une orientation à la baisse interrompue durant l'hiver. Le glissement annuel de l'IPCH, qui s'établissait à +2,3% en décembre 2002, atteint ainsi +2,1% au mois d'avril 2003.

Ce repli de 0,2 point de l'inflation dans la zone euro résulte pour partie de la poursuite de la baisse de l'inflation sous-jacente ⁽¹⁾ qui passe de +2,1% en décembre 2002 à +2,0% en avril 2003. Les prix à la consommation des produits manufacturés ont en effet continué de répercuter les effets du ralentissement industriel, favorisant la décélération de l'indice d'ensemble (contribution de -0,1 point). Accompagnant ce mouvement, les prix des services

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

INFLATION DE LA ZONE EURO

Secteurs (poids dans l'indice)	(glissement annuel de l'IPCH, en %)				
	avril 2002	décembre 2002	avril 2003	juin 2003	décembre 2003
Produits alimentaires (15,5%)	3,5	1,5	1,6	2,2	2,2
Boissons alcoolisées et tabac (3,8%)	3,9	4,3	5,9	6,9	7,1
Habillement-chaussures (7,6%)	2,5	1,8	1,3	1,3	1,5
Logement-eau-gaz-électricité (14,9%)	1,3	2,0	2,4	2,8	2,5
Ameublement et articles d'entretien (7,9%)	1,7	1,5	1,3	1,2	1,6
Santé (3,9%)	2,6	3,1	2,0	2,4	2,4
Transports (15,3%)	1,5	3,3	2,0	1,4	1,2
Communications (2,9%)	-0,1	-0,6	-0,6	-1,5	-0,9
Loisirs et culture (9,7%)	1,0	0,7	0,9	0,1	0,2
Enseignement (0,9%)	3,9	3,9	3,8	3,8	3,8
Hôtels-cafés-restaurants (9,5%)	4,5	4,6	3,4	3,1	2,8
Autres biens et services (8,1%)	2,8	2,7	2,8	3,2	3,3
Ensemble (100,0%)	2,3	2,3	2,1	2,1	2,0
Alimentation (alcools et tabacs inclus) (19,3%)	3,7	2,3	2,5	3,2	3,2
Énergie (8,2%)	-0,6	3,8	2,2	1,4	0,3
Inflation sous-jacente (72,5%)	2,3	2,2	2,0	1,8	1,9
dont Produits manufacturés (31,6%)	1,6	1,1	0,8	0,6	0,7
Services (40,9%)	2,9	3,0	2,9	2,7	2,8

■ Prévision
Source : Eurostat

ont ralenti ponctuellement en début d'année avec la sortie du calcul du glissement annuel des hausses inhabituelles enregistrées un an plus tôt, notamment à l'occasion du passage à l'euro fiduciaire (contribution de -0,1 point).

Ce mouvement était masqué au premier trimestre de 2003 par les hausses des prix de l'énergie. La résorption rapide de ce phénomène au printemps, à relier à la baisse du prix du Brent de 34 à 23 dollars le baril entre début mars et mi-avril, est venue accentuer le repli de l'inflation dans la zone euro (contribution de -0,1 point).

Cette tendance à la modération de l'inflation est cependant contrariée par l'accélération progressive des prix alimentaires (contribution de +0,1 point). Les premiers effets du gel tardif, qui constitue potentiellement un facteur de hausse des prix des produits frais jusqu'à l'été, ont en effet pu être observés dès le mois d'avril.

L'inflation sous-jacente n'excéderait pas +2,0% sur le reste de l'année 2003

L'inflation sous-jacente atteindrait un plancher à +1,8% en mai 2003. Sous l'impulsion des prix des produits manufacturés, elle se redresserait légèrement au second semestre pour atteindre +1,9% en décembre.

L'évolution des prix de production industriels constitue en effet un indicateur, avancé de quatre à cinq trimestres, de celle des prix à la consommation des produits manufacturés (cf. graphique 1). Compte tenu du redressement des prix de production industriels amorcé au second semestre de 2002 à la suite du regain d'activité du premier trimestre de 2003, le glissement annuel de l'IPCH des produits manufacturés se redresserait légèrement au second semestre de 2003. Ce phénomène guiderait seul le redressement léger et probablement passager ⁽²⁾ de l'inflation sous-jacente au second semestre de 2003, le rythme de progression des prix des services ne s'infléchissant que très marginalement. En dépit de situations nationales contrastées, les coûts salariaux sont restés dynamiques fin 2002 sur l'ensemble de la zone euro ce qui vient soutenir l'inflation dans les services (cf. encadré 2).

L'inflation resterait stable autour de +2,0% au second semestre de 2003

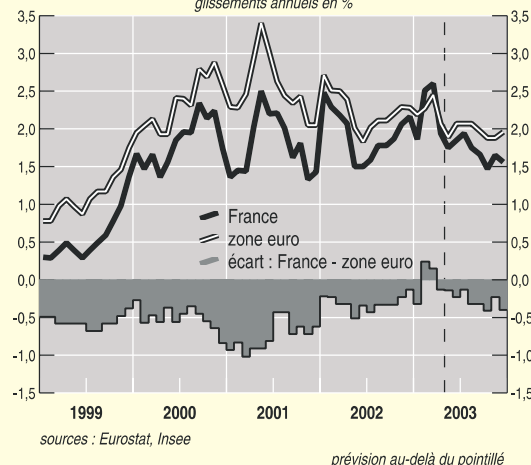
Sous l'hypothèse d'un prix du Brent proche de 25 dollars le baril jusqu'à l'automne, qui s'infléchirait ensuite à 22 dollars le baril, et d'un taux de

(2) Dès le mois de mars, le glissement des prix de production industriels s'est orienté à la baisse, ce qui augurerait d'un ralentissement des prix à la consommation en produits manufacturés début 2004.

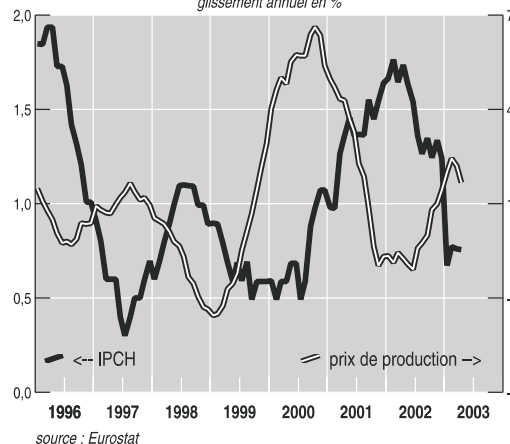
ENCADRÉ 1 : L'INVERSION DE L'ÉCART D'INFLATION ENTRE LA FRANCE ET LA ZONE EURO N'A ÉTÉ QUE TEMPORAIRE

En février et mars 2003, l'écart d'inflation entre la France et la zone euro, tel que mesuré par la différence des glissements annuels de leur IPCH, s'est inversé. Ce phénomène est exceptionnel et doit être directement relié au décalage de la période des soldes en France (concentration des soldes sur le seul mois de janvier). Dès le mois d'avril, l'écart d'inflation entre la France et la zone euro est redevenu négatif. Il retrouverait progressivement, durant l'été, son niveau historique moyen, proche de -0,4 point de glissement annuel. ■

INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ
France et zone euro
glissements annuels en %



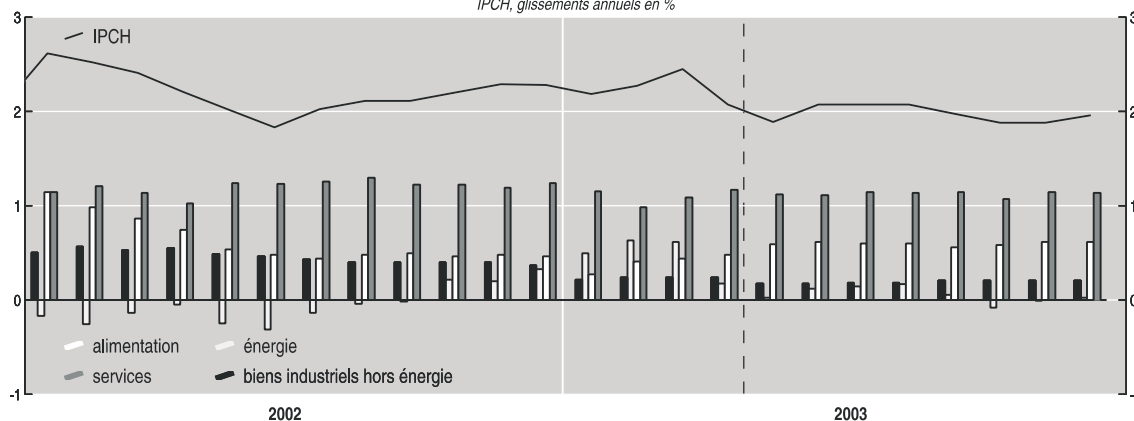
EVOLUTION DES PRIX DES PRODUITS MANUFACTURÉS
glissement annuel en %



DECOMPOSITION DE L'INFLATION DE LA ZONE EURO

contributions des grands postes

IPCH, glissements annuels en %



source : Eurostat, prévision Insee

prévision au-delà du pointillé

change stabilisé à 1,15 dollar pour l'euro, l'inflation serait stable sur le reste de l'année 2003, évoluant autour de +2,0% : elle s'établirait à +2,1% en juin et à +2,0% en décembre 2003.

Ce recul de 0,1 point de l'inflation dans la zone euro entre avril et décembre 2003 est la résultante de mouvements contraires des principales composantes de l'IPCH. Outre le timide recul de l'inflation sous-jacente qui contribuerait à modérer l'inflation

d'ici à décembre (-0,1 point), la stabilisation puis le recul des prix du pétrole favoriserait un ralentissement des prix de l'énergie, qui contribuerait de ce fait pour -0,2 point à l'évolution de l'inflation entre avril et décembre 2003. À l'opposé, les prix de l'alimentation connaîtraient jusqu'à l'automne des évolutions plus soutenues qu'en 2002, en raison notamment des effets du gel tardif sur les prix des produits frais (contribution de +0,2 point) (cf. graphique 2). ■

ENCADRÉ 2 : DANS LES SERVICES, L'HÉTÉROGÉNÉITÉ DES DYNAMIQUES DE PRIX S'EXPLIQUE PAR DES COÛTS SALARIAUX À PLUSIEURS VITESSES

Si l'inflation sous-jacente s'est repliée dans l'ensemble des pays de la zone euro (à l'exception de l'Italie et de la Grèce, cf. *tableau*) entre avril 2002 et avril 2003, de nettes disparités demeurent dans les régimes d'inflation. Celles-ci sont essentiellement le résultat de prix des services évoluant différemment, les prix des produits manufacturés connaissant des évolutions plus homogènes.

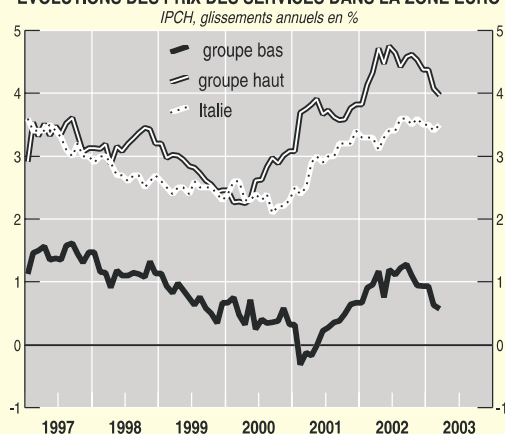
Les indices de prix harmonisés dans les services font apparaître deux sous-groupes de pays aux régimes d'inflation bien distincts. Un écart de plus de 2 points de glissement annuel sépare le groupe « bas » du groupe « haut ». Il augmente progressivement pour atteindre 3,4 points début 2003 (cf. *graphique A*). Remontant à la source de cette divergence, deux régimes différents d'évolution des coûts salariaux sont mis en évidence (cf. *graphique B*). Pour le groupe « haut », ils progressent à un rythme plus soutenu et ont connu une vive accélération (de +2,5% début 2000 à +6,9% début 2002 en glissement annuel) qui nourrit celle des prix des services

en 2002. À l'opposé, le groupe « bas » voit ses coûts salariaux épouser un profil plus plat, proche de +3,0%, qui contribue à modérer l'inflation dans les services. Ceci explique l'accroissement de l'écart entre les deux groupes en 2002.

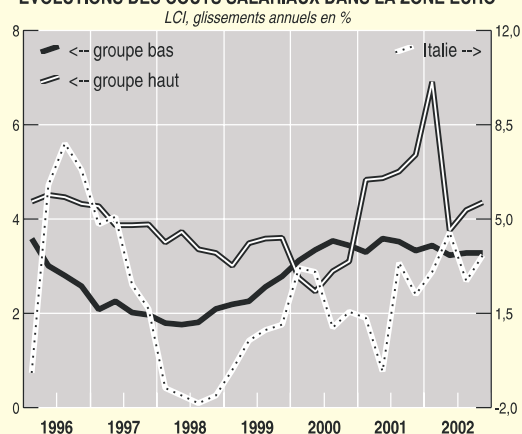
L'Italie doit faire l'objet d'une investigation particulière. Initialement proche du groupe « haut », la dynamique des prix des services italiens s'en écarte à partir du printemps 2000 du fait de la modération des coûts salariaux observée à partir de 1998. La progression des prix des services en Italie converge de nouveau vers celle du groupe « haut » fin 2002, en raison de l'accélération des coûts salariaux depuis l'automne 2001.

Compte tenu du support inflationniste que constitue pour l'année 2003 les coûts salariaux enregistrés en 2002, les prix des services au niveau de la zone euro prise dans son ensemble ne connaîtraient pas de décélération marquée d'ici à la fin de l'année. ■

EVOLUTIONS DES PRIX DES SERVICES DANS LA ZONE EURO



EVOLUTIONS DES COÛTS SALARIAUX DANS LA ZONE EURO



Lecture des graphiques A et B :

Groupe « bas » (58,4%) : Allemagne, Autriche, Belgique, France et Finlande. - Groupe « haut » (22,2%) : Espagne, Grèce, Irlande, Pays-Bas et Portugal. Rappel : la pondération de l'Italie est de 19,2%. Le Luxembourg (0,2%) a été omis.

INFLATION DE LA ZONE EURO PAR PAYS

	(glissement annuel de l'IPCH, en %)					
	Inflation		Inflation sous-jacente		Services	
	avril 2002	avril 2003	avril 2002	avril 2003	avril 2002	avril 2003
France	2,1	1,9	1,9	1,7	2,7	2,6
Allemagne	1,5	1,0	1,3	0,9	1,7	2,0
Italie	2,5	3,0	2,8	2,8	3,1	3,4
Espagne	3,7	3,2	3,7	3,4	4,5	3,9
Pays-Bas	4,2	2,5	4,5	2,2	5,4	3,8
Belgique	1,7	1,4	2,3	1,8	2,5	2,6
Autriche	1,7	1,2	1,9	1,4	2,8	2,1
Finlande	2,6	1,3	2,6	1,3	3,6	2,2
Portugal	3,5	3,7	4,5	3,8	5,4	5,1
Irlande	5,0	4,6	5,8	4,2	8,2	6,4
Luxembourg	1,9	3,0	2,4	2,0	3,4	2,8
Grèce	4,1	3,3	3,2	3,2	3,7	4,5
Zone euro	2,3	2,1	2,4	2,0	2,9	2,9
Royaume-Uni	1,3	1,5	1,4	1,4	4,1	3,8
Suède	2,2	2,3	1,9	1,6	2,6	2,4
Danemark	2,3	2,5	2,6	2,9	3,8	3,9
U.E.	2,1	1,9	2,2	2,0	3,1	3,1

Source : Eurostat

ENCADRÉ 3 : L'INFLATION SOUS-JACENTE EN ALLEMAGNE NE RALENTIRAIT PAS D'AVANTAGE D'ICI LA FIN D'ANNÉE

Compte tenu du faible niveau d'inflation que connaît aujourd'hui l'Allemagne (+0,6% en mai), la question se pose de savoir sur l'inflation sous-jacente pourrait devenir négative à court terme.

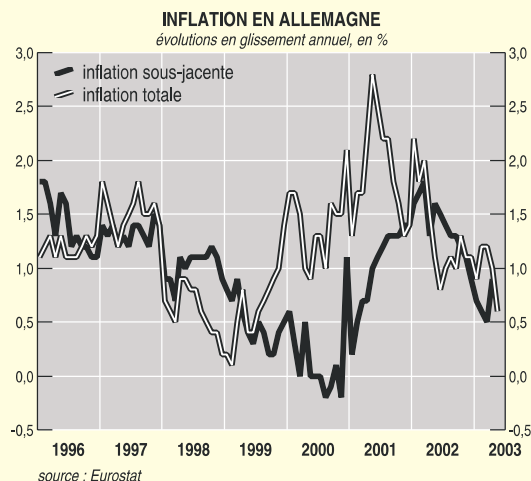
L'évolution de l'inflation sous-jacente est essentiellement conditionnée par celle de ses deux composantes : les prix des produits manufacturés et les prix des services. Dans les deux cas, l'évolution récente de leurs déterminants respectifs rend peu vraisemblable une poursuite du ralentissement des prix d'ici la fin de l'année.

D'une part, les prix de production dans le secteur manufacturier ont connu une accélération de juin 2002 à février 2003 de 3 points de glissement annuel. Le délai de diffusion étant de l'ordre d'une année, les prix à la consommation pourraient ainsi accélérer à minima jusqu'en fin d'année.

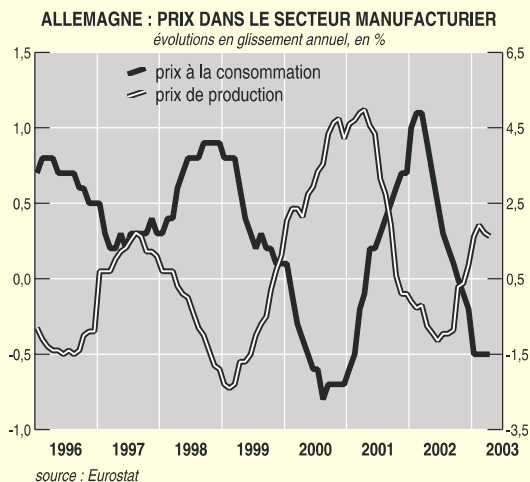
D'autre part, les coûts salariaux ont également accéléré tout au long de 2002. Aujourd'hui, l'état de la dynamique salariale est donc de nature à alimenter l'inflation sous-jacente, par le canal de prix de services qui restent dynamiques.

Au total, les évolutions récentes des prix de production, et des coûts salariaux suggèrent plutôt, à court terme, un léger rebond des prix de consommation. L'inflation sous-jacente en Allemagne s'est d'ailleurs redressée de 0,4 point au mois d'avril 2003 à +0,9%, rompant avec neuf mois de baisse continue. ■

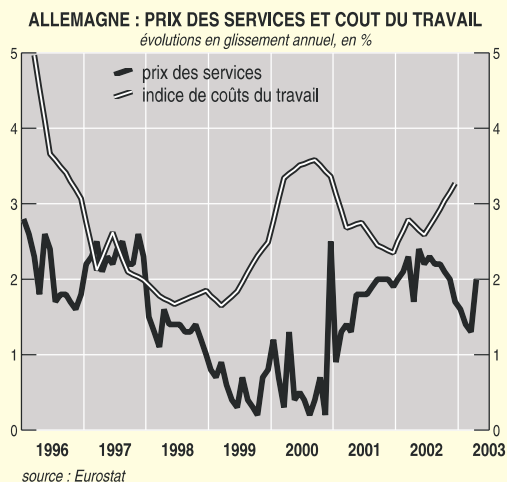
A



B



C



Pétrole et matières premières

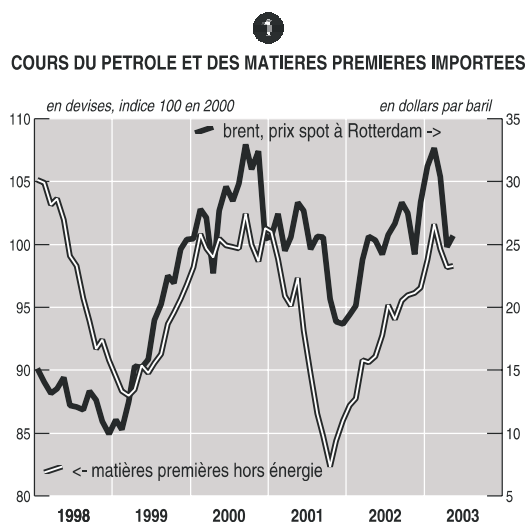
Après avoir atteint un pic au-dessus de 34\$ le baril au début du mois de mars, le prix du Brent, pétrole de la mer du Nord, a perdu plus de 10\$ au début du mois d'avril avec la levée des incertitudes géopolitiques en Irak.

Alors que le niveau des stocks est particulièrement bas, la demande augmenterait au cours de la période estivale et l'offre, diminuée par la baisse de la production irakienne, stagnerait. Ainsi, le prix du pétrole se maintiendrait à 25\$ le baril au cours des deuxième et troisième trimestres de l'année. En fin d'année, la demande ralentirait progressivement et le cours du Brent se situerait autour de 22\$ au dernier trimestre de 2003.

Les prix des autres matières premières seraient en hausse au cours de l'année 2003. Les prix des matières alimentaires resteraient stables sur l'ensemble de l'année, alors que les prix des matières industrielles seraient stimulés au second semestre par l'amélioration de l'activité économique globale.

Le cours du Brent a subi une correction à la baisse de près de 10\$ suite à l'intervention militaire en Irak

Entre le début du mois de décembre 2002 et le commencement de la guerre en Irak au milieu du mois de mars 2003, le prix du baril a été extrêmement volatile. Il s'est accru de plus de 30% avec un pic à plus de 34\$. Ainsi, il s'est établi en moyenne à 31,4\$ au premier trimestre de 2003 contre 26,7\$ le trimestre précédent. Les craintes de voir la production du Moyen-Orient perturbée au moment de la guerre, couplées à l'arrêt de la production vénézuélienne durant les mois de décembre et janvier, ont largement influencé cette hausse.



La levée des incertitudes géopolitiques a induit une correction du prix du pétrole, qui s'établit désormais à un niveau plus en ligne avec les fondamentaux. Le prix du baril a ainsi chuté de près de 10\$ entre la mi-mars et le 9 avril 2003, date de la prise de Bagdad par les forces américaines.

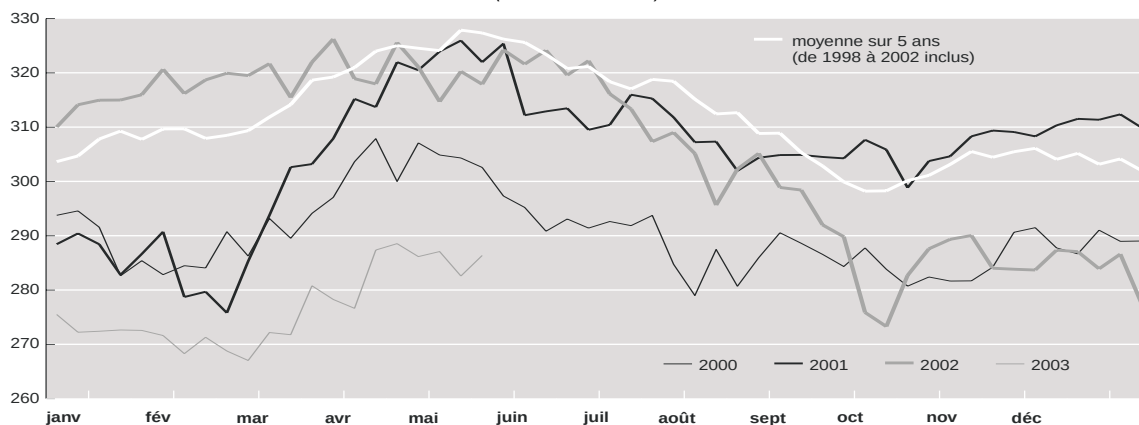
Le cours du pétrole s'est alors maintenu entre 23 et 25\$ en avril et au début du mois de mai, fourchette de prix plus en adéquation avec l'état de l'offre et de la demande. D'une part, au premier trimestre de 2003, la production totale de l'Opep n'a pas diminué. Ayant anticipé la possibilité d'un arrêt simultané de la production vénézuélienne et irakienne, le cartel a augmenté sa production. Ainsi, la production saoudienne s'est accrue de 1,2 million de barils par jour (mb/j). Or, la production irakienne a commencé à ralentir au milieu du mois de mars alors que la production vénézuélienne retrouvait un niveau de production proche des 2,0 mb/j. Il n'y a donc pas eu d'arrêt simultané des productions irakienne et vénézuélienne qui aurait provoqué une diminution mas-

TABLEAU 1 : PRIX DU PÉTROLE

	Niveau trimestriel								Niveau annuel		
	2002				2003				2001	2002	2003
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.			
Baril de «BRENT DATÉ» en dollars	21,0	25,1	26,9	26,6	31,7	25,0	25,0	22,0	24,5	24,9	25,9
Euro en Dollar	0,88	0,92	0,98	1,00	1,07	1,15	1,15	1,15	0,89	0,95	1,13

Prévision

STOCKS INDUSTRIELS DE PÉTROLE BRUT (en millions de barils)



Source : Institut américain de pétrole

sive de l'offre de l'Opep. D'autre part, avec la sortie de la période hivernale, la demande globale a diminué au premier trimestre, d'autant plus que les stocks commerciaux, qui sont à de bas niveaux depuis le début de l'année, n'ont été que très partiellement reconstitués (cf. graphique 2). La réduction du trafic aérien et routier en Asie, liée du développement du SRAS, a également eu un impact négatif sur la demande de brut.

Toutefois, à l'approche de l'été, les fondamentaux semblent peu compatibles avec un effondrement des cours : l'offre stagnerait dans les pays de l'Opep...

Alors que l'Opep a annoncé sa volonté de réduire sa production effective qui, au premier trimestre, dépassait de près de 3,0 mb/j le niveau fixé par les quotas, la production irakienne de pétrole a été très faible en avril et au début du mois de mai (0,25 mb/j contre 2,5 mb/j au début de l'offensive militaire américaine) (cf. tableau 2). Cette pression à la baisse sur l'offre de pétrole s'est effectuée dans un contexte de légère reprise des tensions géopolitiques suite aux attentats en Arabie-Saoudite et au Maroc. Ainsi, le prix du pétrole a augmenté de près de 12% au début du mois de mai. Il s'élevait à 26,6\$ le 22 mai (cf. graphique 1).

L'offre provenant de l'Opep, diminuée par la forte baisse de la production irakienne, n'augmenterait pas dans les trimestres à venir. Les pillages et le manque de sécurité ralentissent les efforts irakiens pour restaurer la production de pétrole. Certains pipelines ont été coupés et la reprise de la production et des exportations après un arrêt quasi total n'est jamais immédiate. En outre, en dépit de la levée des sanctions économiques contre l'Irak, qui permettra aux appels d'offre vers l'étranger de débiter prochainement, la reconstruction de l'industrie pétrolière nationale, largement affectée par la guerre et

les treize années de programme « pétrole contre nourriture », ne sera pas immédiate. Ainsi, selon les officiels irakiens, l'objectif de production s'élèverait à 1,3 mb/j à la mi-juillet, et il est probable que l'Irak ne soit pas en mesure de produire à nouveau 2,5 mb/j avant la fin de l'année 2003.

Dans ce contexte de retour progressif de l'offre irakienne, les autres membres de l'Opep n'augmenteraient pas leur production. D'une part, la volonté récente de réduire la production du cartel de près de

Tableau 2 : Production de pétrole brut de l'Opep
(en millions de barils par jour)

	Nov. 2002	Déc. 2002	Janv. 2003	Fév. 2003	Mars 2003	Avril 2003
Total Opep	26,5	24,7	25,7	27,2	27,2	26,1
dont :						
Irak	2,4	2,3	2,5	2,5	1,4	0,2
Venezuela	2,7	0,7	0,6	1,4	1,9	2,1
Arabie Saoudite	8,0	7,8	8,5	8,9	9,0	9,0
Iran	3,6	3,6	3,6	3,7	3,8	3,7
Émirats Arabes Unis	2,0	2,0	2,2	2,3	2,3	2,3
Nigeria	2,0	2,0	2,1	2,2	2,0	1,9
Total excluant l'Irak	24,1	22,4	23,2	24,7	25,8	25,9

Source : Agence Internationale de l'Énergie

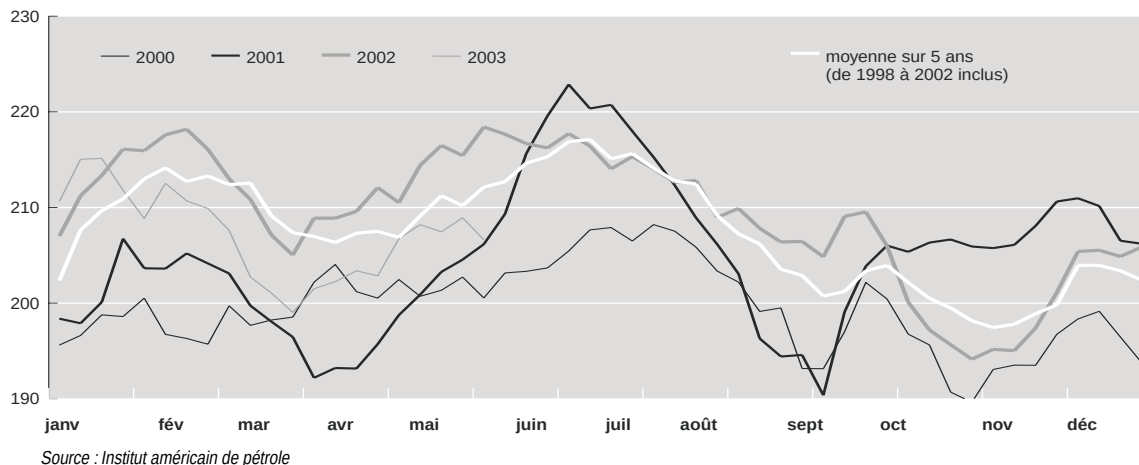
Tableau 3 : Capacité de production de l'Opep disponible en 30 jours
(en millions de barils par jour)

	Capacité de production...	
	... totale	...disponible*
Total Opep	30,3	4,2
dont : Irak	2,8	2,6
Venezuela	2,8	0,7
Arabie Saoudite	9,5	0,5
Iran	3,9	0,2
Émirats Arabes Unis	2,5	0,2
Total excluant l'Irak	27,5	1,6

* Différence entre la capacité de production totale et la production d'avril 2003 (cf. tableau 2).

Source : Agence Internationale de l'Énergie

STOCKS D'ESSENCE AUX ÉTATS-UNIS (en millions de barils)



2,0 mb/j, pour être en accord avec les quotas officiels, ne va pas dans le sens d'une hausse de la production qui compenserait la perte de l'offre irakienne. D'autre part, les membres de l'Opep, hors Irak et Venezuela, étaient déjà quasiment à capacité de production maximale au mois d'avril (cf. *tableau 3*).

L'offre des pays producteurs hors Opep, et particulièrement l'offre russe, ne compenserait pas non plus la baisse de la production irakienne. Plutôt qu'un manque de capacité de production, ce serait le manque d'infrastructures pour les exportations qui limiterait la croissance totale de sa production en 2003.

... tandis que la demande se redynamiserait durant l'été

La demande de pétrole augmente traditionnellement à l'approche de l'été. Elle annonce le début de la « driving season »⁽¹⁾ avec son pic de demande qui s'établit généralement au mois d'août aux États-Unis.

Ainsi, la demande des deuxième et troisième trimestres augmenterait d'autant plus que le niveau des stocks de pétrole brut américains est très faible (cf. *graphique 2*). Il est inférieur de 12% au niveau observé à la même époque l'année dernière. Le niveau des stocks d'essence est également bas, bien que de façon moins marquée : si ce dernier reste proche de la moyenne observée sur les cinq dernières années, celle-ci est largement tirée vers le bas par les chiffres des années 2000 et 2001 qui avaient été inhabituellement faibles (cf. *graphique 3*).

Cette augmentation de la demande serait légèrement atténuée par la baisse de la demande asiatique. En effet, bien que les effets soient largement concentrés

sur le deuxième trimestre, l'épidémie de SRAS perturberait le trafic aérien local tout au long de l'année, affectant la demande de carburant.

Dans un contexte d'offre stagnante et de demande relativement soutenue, le prix du baril se maintiendrait à 25\$ aux deuxième et troisième trimestres. Il s'établirait à 22\$ au dernier trimestre de 2003 quand la demande faiblirait légèrement.

Le léger raffermissement de l'activité globale contribuerait à l'augmentation du cours des autres matières premières (cf. *tableau 4*)

L'indice des matières premières hors énergie a progressé de 8,7% au premier trimestre de 2003. Le mouvement haussier entamé depuis le mois d'octobre 2002 s'est interrompu à partir du mois de mars 2003, principalement du fait de la baisse des cours des matières minérales et alimentaires. Cependant, la probable amélioration de l'activité globale au second semestre contribuerait à soutenir l'indice des matières premières hors énergie qui serait en augmentation en 2003.

L'indice des métaux non ferreux s'est accru de 6,3% au premier trimestre de 2003, largement stimulé par la croissance des prix du nickel et du cuivre. Alors que les perspectives économiques globales restent

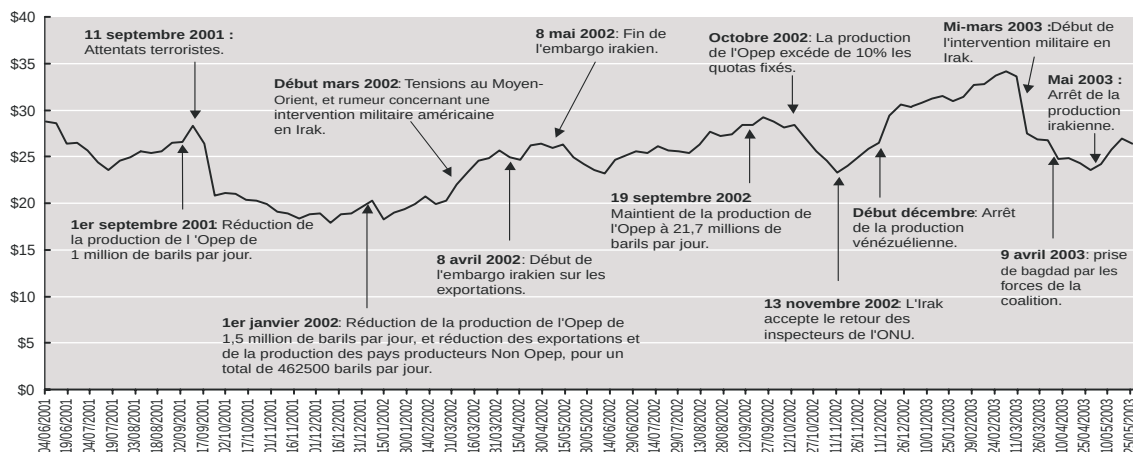
Tableau 4 : Prix des matières premières

(variations en moyenne annuelle, en %)

Indices en devises base 100=2000	2002	2003 (acquis)
Ensemble	1,7	6,4
Alimentaires	11,2	8,7
- Denrées tropicales	30,7	22,8
- Oléagineux	6,8	6,6
Industrielles	-2,8	5,1
- Agro-industrielles	-1,2	5,7
- Minérales	-2,7	3,0

(1) Littéralement, la saison des déplacements automobiles.

PRIX HEBDOMADAIRE DU BARIL DE BRENT DEPUIS JUIN 2001



peu favorables au deuxième trimestre de 2003, les prix des métaux non ferreux ralentissent. Ils entameraient cependant une nouvelle hausse au second semestre, parallèlement au redressement progressif de l'activité économique globale.

Malgré la forte baisse du prix du palladium (-13,2%), largement affecté par la mauvaise tenue du marché automobile américain, l'indice des métaux précieux s'est accru de 14,8% au premier trimestre de 2003, essentiellement en raison de la hausse du prix de l'or. Ce dernier a retrouvé un rôle de valeur refuge dans un contexte économique et géopolitique incertain. Le cours des métaux précieux continuerait de croître au second semestre de 2003 car les demandes de platine et de palladium, très dépendantes de la reprise de l'économie mondiale, devraient être à nouveau stimulées dans les mois à venir.

L'indice des matières agro-industrielles a augmenté de 10,4% au premier trimestre de 2003 et continuerait de croître tout au long de l'année, reflétant le dynamisme des prix des fibres textiles, et notamment du coton. Alors que le prix de ce dernier a atteint des niveaux historiquement bas en 2002, de nombreuses exploitations ont cessé de produire par manque de rentabilité. Ainsi l'offre est en nette diminution de-

puis le début de l'année 2003 et la production des principaux pays producteurs de coton (États-Unis, Chine et Australie) continuerait de décroître à l'horizon de la prévision. En conséquence, le cours du coton augmenterait.

L'indice des matières alimentaires a progressé de 8,0% au premier trimestre de 2003 et se stabiliserait sur le reste de l'année. Le prix des denrées tropicales a contribué en grande partie à cette hausse. En effet, le prix du cacao a été fortement soutenu par l'inquiétude des marchés quant à la situation politique en Côte d'Ivoire qui est le premier producteur mondial de cacao. Le marché resterait haussier tout au long de l'année 2003. En effet, après des années de faibles prix, les investissements dans les plantations ont été quasiment nuls ce qui affecterait les productions indonésienne et ivoirienne à venir.

La croissance des prix des denrées tropicales serait toutefois compensée par la baisse des cours des céréales. Les mauvaises conditions climatiques de l'année passée avaient particulièrement réduit les productions de céréales (notamment celles du maïs et du riz) et les prix avaient augmenté. Pour l'année 2003, les productions s'annoncent plus importantes alors que la consommation resterait stable. Les prix seraient donc moins élevés qu'en 2002. ■

Échanges extérieurs

En début d'année 2003, le mouvement de repli des exportations qui s'était amorcé à la fin de l'année dernière s'est confirmé. L'atonie persistante de la demande provenant de la zone euro, ainsi que l'appréciation de l'euro, retarderaient la reprise des exportations : elles ne renoueraient pas avec la croissance avant la fin de l'été. En revanche, les importations, soutenues par la demande intérieure, se sont redressées en début d'année et cette tendance se poursuivrait avec le redémarrage de l'investissement au second semestre. Ainsi, la contribution des échanges extérieurs à la croissance serait légèrement négative tout au long de 2003.

Dans un environnement international morose, la dégradation de la compétitivité-prix des produits européens entretient le repli des exportations de produits manufacturés...

Début 2003, les exportations sont en baisse, en reflet d'une conjoncture étrangère caractérisée par un repli de l'investissement productif dans beaucoup de pays de la zone euro et aux États-Unis. Dans ce contexte international dégradé, les exportations ont en outre été freinées par une perte de compétitivité-prix, liée à l'appréciation de l'euro au cours des douze derniers mois ⁽¹⁾, qui a renchéri les prix en dollars des produits exportés. Toutefois, les prix à l'exportation en euro ont baissé, ce qui a limité les effets de l'appréciation de l'euro : ceux des produits manufacturés ont ainsi reculé de 1,3% au premier trimestre de 2003.

Ainsi, au premier trimestre de 2003, les exportations de produits manufacturés cèdent encore 1,1% par rapport au trimestre précédent (après -1,0% au quatrième trimestre de 2002). Ce repli s'observe principalement pour les biens d'équipement et l'automobile (-3,7% et -2,8%, respectivement). La contraction des exportations de biens d'équipement provient surtout d'un ralentissement sensible des livraisons d'airbus. En revanche, le repli des exportations dans les autres branches -hors aéronautique-, notamment l'informatique, est moindre.

Les exportations du secteur agroalimentaire sont également en net ralentissement au premier trimestre (+0,2% après +1,0% au quatrième trimestre de 2002) ainsi que celles de produits énergétiques (+2,2% après +6,3% au quatrième trimestre de 2002).

Seules les exportations de biens de consommation et de biens intermédiaires sont restées dynamiques (+1,0% après +0,4% au quatrième trimestre de 2002, et +0,8% après -0,7%, respectivement). Aucune rupture des exportations à destination des États-Unis ne peut à ce stade être mise en évidence ; les ventes de produits de luxe, en principe plus volatils et plus réactifs aux fluctuations de l'actualité (vins, champagne, parfums notamment), s'établissent à un niveau comparable à celui du premier trimestre de l'année précédente. Dans la branche du tourisme, le ralentissement des exportations a été accentué au premier trimestre par les incertitudes

(1) Cf. fiche « financement de l'économie ».

SOLDE COMMERCIAL

	Niveaux trimestriels (CVS-CJO)								(en milliards d'euros)	
	2002				2003				2002	2003
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.		
Agriculture / IAA	2,1	2,0	2,4	2,3	2,3	2,2	2,3	2,3	8,8	9,1
Énergie	-4,8	-5,2	-5,4	-5,2	-5,7	-4,7	-5,0	-5,1	-20,6	-20,5
Manufacturés ⁽¹⁾	3,1	4,3	4,1	3,9	2,2	1,4	0,6	0,0	15,4	4,3
Total Caf / Fab	0,4	1,1	1,1	1,0	-1,2	-1,0	-2,1	-2,7	3,6	-7,1
Total Fab / Fab⁽²⁾	1,7	2,4	2,4	2,3	0,1	0,3	-0,7	-1,3	8,8	-1,6

Prévision

(1) Y compris divers et matériel militaire.

(2) Le taux de passage des importations CAF à FAB est de 0,984 en 2002 et 2003.

Dans les données douanières, la valeur des échanges extérieurs est évaluée au passage des frontières françaises. Celle des importations comprend alors les coûts d'assurance et de fret (CAF) sur le territoire étranger et celle des exportations est mesurée « franco à bord » (FAB). Dans les comptes nationaux, les échanges sont mesurés FAB-FAB, c'est-à-dire en excluant les coûts de transport et d'assurance entre les frontières des pays partenaires. On obtient la valeur FAB des importations en appliquant à la mesure CAF un coefficient correcteur.

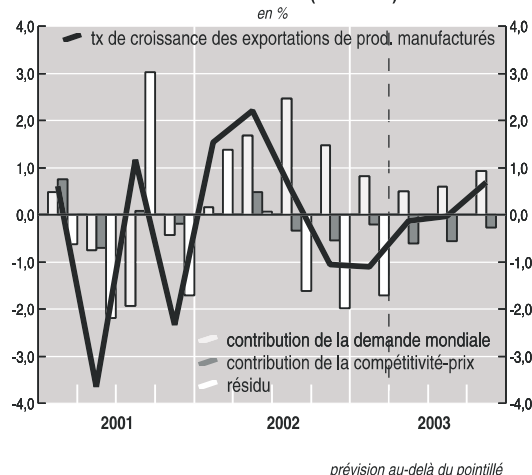
géopolitiques. L'Observatoire du Tourisme de la Côte d'Azur a par exemple enregistré un recul de 13% de la fréquentation américaine au premier trimestre de 2003 dans les hôtels de la région.

... tandis que la croissance de la demande intérieure favorise un redressement des importations

Au premier trimestre de 2003, les importations rebondissent, en liaison avec une amélioration de la demande intérieure. Un ressaut de l'investissement (+0,5% au premier trimestre de 2003 après sept trimestres consécutifs de repli) et un moindre déstockage industriel témoignent du redressement de la demande des entreprises, et la consommation des ménages reste relativement dynamique (+0,6% au premier trimestre). Par ailleurs, l'appréciation de l'euro, en renforçant la baisse des prix des importations (-0,3%), a contribué à leur redressement, mais elles ont en revanche pâti de la faiblesse des exportations ⁽²⁾.

Le redressement des importations est particulièrement sensible pour les produits manufacturés, en hausse de 0,9% au premier trimestre de 2003, après un recul de 1,1% au quatrième trimestre de 2002. Ce rebond est principalement le fait des branches des biens intermédiaires (+2,7% après -1,3% le trimestre précédent), toutes orientées en hausse, à l'exception du textile. Les importations de biens de consommation restent également dynamiques (+1,4% après +2,5%). Celles de biens d'équipement se replient légèrement ce trimestre (-0,7%), mais ce mouvement est uniquement dû à l'absence d'achats de Boeing, les autres branches étant orientées en hausse, notamment l'électronique. À l'inverse, le recul des importations d'automobiles se confirme (-1,2% après -4,2%).

EXPORTATIONS DE PRODUITS MANUFACTURÉS ET CONTRIBUTIONS (2001-2003)

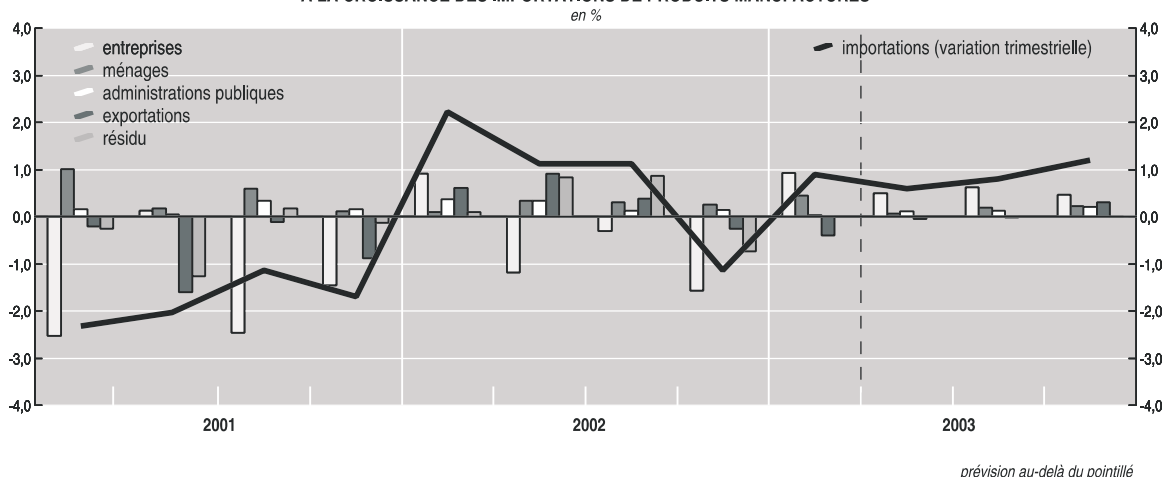


Les importations du secteur agroalimentaire progressent aussi légèrement au premier trimestre de 2003 (+0,7%) en dépit d'un léger repli des ventes de viande et de lait.

En contraste avec le redressement sensible des importations de gaz et d'électricité (+7,6% après -9,0% le trimestre précédent), les importations de produits énergétiques reculent pour le deuxième trimestre consécutif, en raison notamment du repli des achats de pétrole. Le cours moyen du pétrole brut ayant fortement progressé sur la période, la facture énergétique s'alourdit cependant de manière sensible au premier trimestre de 2003.

(2) Pour plus de détails sur les équations d'importations, cf. dossier « Les importations françaises : le rôle de la demande des entreprises et des exportations », note de conjoncture de juin 2002.

2001-2003 CONTRIBUTION DES POSTES DE LA DEMANDE A LA CROISSANCE DES IMPORTATIONS DE PRODUITS MANUFACTURÉS



La reprise des exportations n'interviendrait pas avant la fin de l'année...

Au deuxième trimestre, le surcroît d'appréciation de l'euro pèserait encore sur la compétitivité-prix des produits français ; de ce fait, la reprise des importations des États-Unis et du Royaume-Uni profiterait moins aux exportations françaises. L'atonie globale de la demande des autres pays de la zone euro persisterait jusqu'à la fin de l'été, la reprise de leurs importations n'étant pas prévue avant la fin de l'année. Ainsi, la croissance des exportations de produits manufacturés serait nulle aux deuxième et troisième trimestres : l'effet de change freinerait la relance des exportations à destination des pays n'appartenant pas à la zone euro, en dépit du mouvement baissier des prix à l'exportation.

La fréquentation touristique étrangère diminuerait du fait de l'appréciation de l'euro, et peut-être aussi en raison de la marée noire qui rend moins attractive la côte atlantique. Il en résulterait une baisse des exportations de services.

En fin d'année, la reprise des exportations serait conditionnée par l'évolution des échanges intra-zone euro, lesquels se raffermiraient graduellement au second semestre en liaison avec une reprise des commandes de l'Allemagne et de l'Italie.

... alors que les importations, après s'être tassées au deuxième trimestre, seraient robustes au second semestre

Au deuxième trimestre, la demande des entreprises et des ménages marquerait légèrement le pas, ce qui pèserait sur les importations dont la croissance fléchirait légèrement.

Tout au long du second semestre, elle serait en revanche soutenue, faiblement par la consommation, davantage par l'accélération de l'investissement et vers la fin de l'année, par la reprise des exportations.

S'agissant des importations de produits énergétiques, elles croîtraient sensiblement au deuxième trimestre sous l'effet de la forte baisse du prix du baril de pétrole brut et du restockage consécutif, avant de reculer sur la seconde moitié de l'année. La baisse des volumes importés ainsi que le repli du cours du brut se répercuteraient sur la facture énergétique, laquelle s'allégerait au second semestre de 2003 (cf. tableau). ■

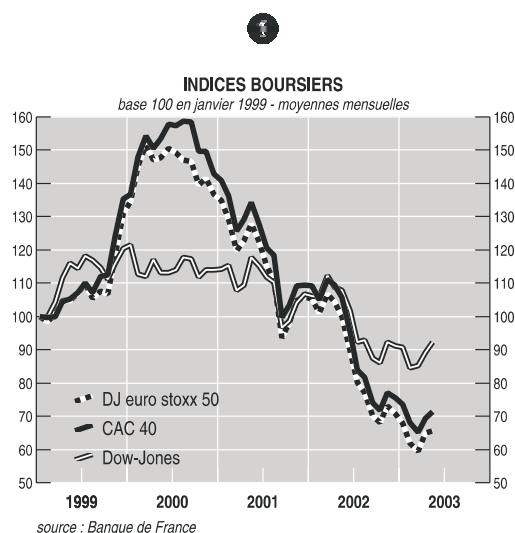
Financement de l'économie

Sur le marché des titres privés, l'aversion au risque est en baisse depuis l'annonce de l'entrée en guerre en Irak. Ainsi, les marchés boursiers ont connu une évolution favorable depuis la mi-mars et les spreads ont diminué sur les marchés obligataires. Face à une nouvelle source d'inquiétude, le risque de déflation, la conduite des politiques monétaires américaine et européenne se modifie. Au total, ces évolutions de stratégies monétaires ont conforté le mouvement de diminution des taux ainsi que l'appréciation de l'euro face au dollar. Globalement, les conditions de financement des entreprises et des ménages s'assouplissent, favorisant une reprise de leur endettement.

Sur le marché des titres privés, l'aversion au risque est en baisse depuis l'annonce de l'entrée en guerre en Irak

Les marchés boursiers ont connu une évolution favorable depuis la mi-mars 2003. En effet, les indices boursiers des États-Unis et de la zone euro, qui s'étaient stabilisés fin 2002 après une baisse importante entre mars et octobre 2002, ont connu une légère dégradation au cours du premier trimestre 2003 suivie d'une reprise à partir de la mi-mars (cf. graphique 1). Celle-ci s'est traduite par une augmentation du Dow Jones de 20%, du DJ Euro stoxx 50 de 22% et du CAC 40 de 26% entre la mi-mars et début juin. Les indices sont ainsi revenus globalement au-dessus de leur niveau d'octobre 2002.

Cette amélioration provient d'abord de la diminution des incertitudes d'ordre géopolitique qui, en abaissant la prime de risque pesant sur les marchés boursiers, a permis une inversion du mouvement de report des capitaux des marchés d'actions vers les marchés d'obligations. Le sentiment d'incertitude, mesuré à travers la volatilité implicite ⁽¹⁾ des options sur indices boursiers, a ainsi nettement diminué en avril pour les principaux indices boursiers, y compris technologiques (cf. graphiques 2 et 3). Cette reprise des cours boursiers a également été favorisée par la publication de résultats de grandes sociétés pour le premier trimestre plus favorables que ceux anticipés. Les résultats macro-économiques des zones américaine et européenne, eux, ont eu des effets plus contradictoires. Une évolution favorable des cours reste conditionnée pour l'avenir à un redémarrage de la croissance aux États-Unis et en Europe et à l'orientation future des taux monétaires et obligataires.

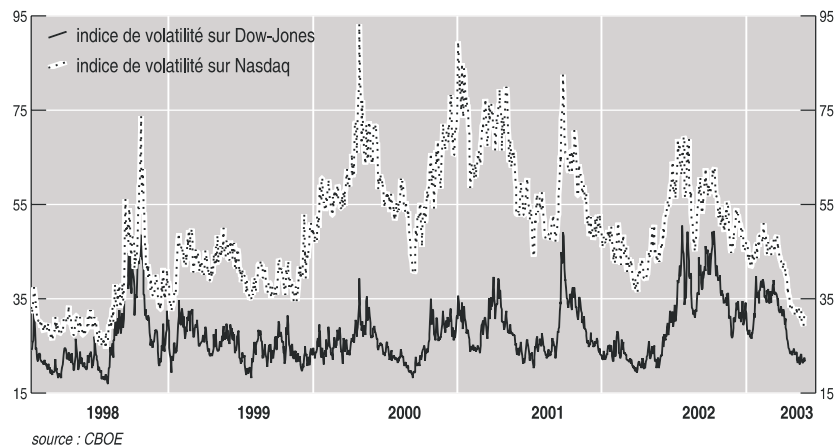


Par ailleurs, les entreprises se finançant sur le marché obligataire ont de nouveau bénéficié au deuxième trimestre 2003 d'une diminution de leurs *spreads* ⁽²⁾, après une hausse temporaire et de faible ampleur au cours du premier trimestre (cf. graphique 4). Au total, la diminution est de 15 points de base pour les financements à long terme et de 25 points de base pour les financements à court terme entre janvier et avril 2003, reflétant la perception plus favorable des offreurs de capitaux quant à la solidité financière des firmes emprunteuses, y compris dans le domaine des télécommunications dans lequel d'importantes opérations de refinancement ont pu avoir lieu. Celle de France Télécom en février est notable à ce titre.

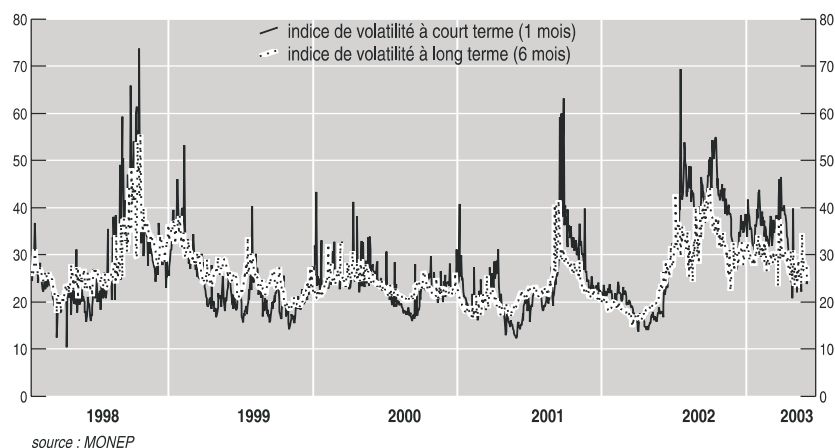
(1) La volatilité implicite correspond à la variabilité des indices boursiers (mesurée par l'écart type autour de la tendance) non pas effectivement observée mais anticipée par les opérateurs financiers sur un horizon temporel donné (souvent égal à 30 jours).

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

INDICES DE VOLATILITE IMPLICITE A UN MOIS DES OPTIONS SUR DOW-JONES ET NASDAQ



INDICES DE VOLATILITE IMPLICITE DES OPTIONS SUR CAC 40



Face à une nouvelle source d'inquiétude, le risque de déflation, la stratégie monétaire américaine se modifie

La Réserve fédérale américaine (Fed) entend éviter le risque de déflation dans les trimestres à venir. En effet, la Fed qui avait déjà abaissé son taux directeur de 50 points de base en novembre 2002 après l'avoir maintenu inchangé durant un an, a annoncé une évolution de stratégie le 6 mai dernier. Elle considère désormais, selon les propos de A. Greenspan, que l'inflation est tombée à des niveaux suffisamment bas pour ne plus constituer un paramètre significatif des décisions économiques des ménages et des entreprises. En outre, elle estime que la probabilité d'une désinflation trop prononcée au cours des trimestres à venir, quoique faible, est supérieure à celle d'une augmentation de l'inflation. Il semble donc qu'un redémarrage de l'activité économique américaine n'entraînerait pas de hausse du taux directeur. Les marchés américains ont donc révisé à la baisse leurs anticipations d'évolution du taux directeur, favorisant une diminution des taux de rendements à long terme.

Dans ce nouveau contexte, la BCE a confirmé son assouplissement de politique monétaire et a clarifié le cadre de cette dernière

La Banque centrale européenne (BCE), qui avait réduit de 50 points de base son taux directeur en décembre 2002, l'a de nouveau réduit de 25 points de base le 7 mars (cf. graphique 5) et de 50 points de base le 5 juin. La BCE a par ailleurs procédé à un examen d'ensemble de sa stratégie de politique monétaire qui a donné lieu à une clarification de celle-ci en matière d'objectifs et d'indicateurs utilisés (cf. encadré 1). Elle a notamment précisé que les taux d'inflation doivent rester à « des niveaux proches de 2% à moyen terme », ceci afin d'éviter les risques de déflation. Ces évolutions de politique monétaire ont été interprétées favorablement puisque les anticipations d'inflation à long terme, mesurées par la technique du « point mort d'inflation »⁽³⁾, demeurent inférieures à l'objectif de stabi-

(3) Le « point mort d'inflation » est égal à la différence entre le rendement nominal d'une obligation classique et le rendement réel d'une obligation indexée sur l'inflation. Il permet de mesurer l'évolution des anticipations d'inflation sous réserve d'une hypothèse de constance des primes de risque et de liquidité (cf. note de conjoncture de décembre 2000, p.59).

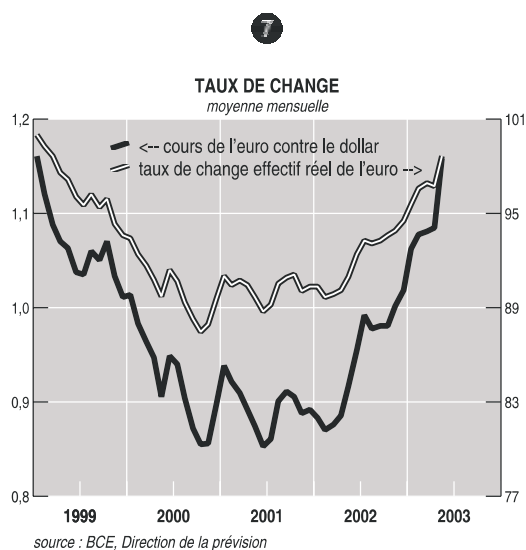
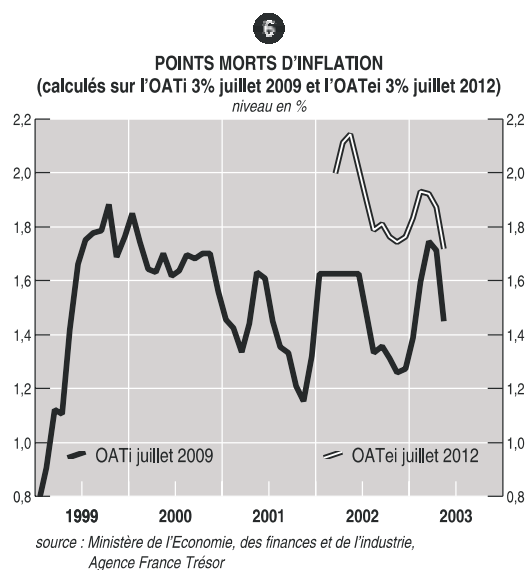
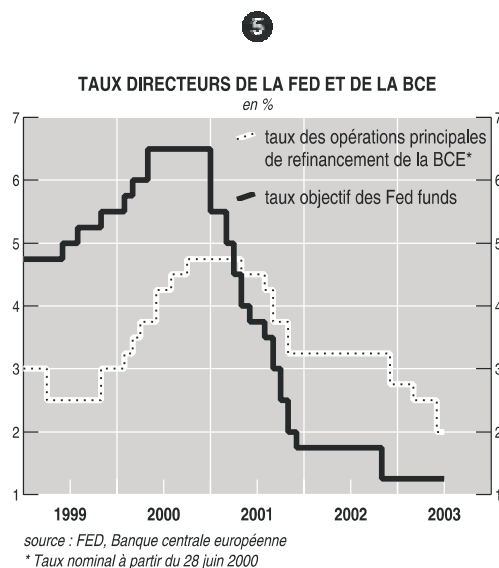
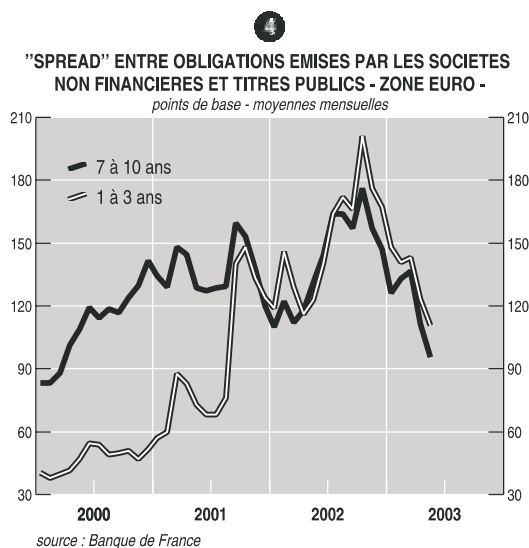
lité des prix fixé par la BCE (inflation de +2,0%) : elles sont en effet estimées à +1,7% pour la zone euro (courbe « OATei 3% juillet 2012 » sur le *graphique 6*) et à +1,5% pour la France (courbe « OATi 3% juillet 2009 » sur le *graphique 6*). Au total, les taux directeurs de la Fed et de la BCE se situaient respectivement début juin 2003 à 1,25% et 2,00%, soit à des niveaux historiquement faibles (*cf. graphique 5*).

La nouvelle stratégie de la Fed a favorisé l'appréciation de l'euro face au dollar

Les marchés financiers n'anticipant pas de réduction du différentiel de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et la zone euro et l'évolution des soldes de balance des opérations courantes restant favorables à cette dernière, l'appréciation de l'euro face au dollar, entamée en février 2002, s'est confirmée. Le taux de change de l'euro s'établissait ainsi à 1,16 dollar en mai 2003 : au total le taux de change

bilatéral s'est accru de 33% depuis février 2002 (*cf. graphique 7*). Il a cependant connu de fortes fluctuations durant le mois de mars et au début du mois d'avril en raison des incertitudes liées au déroulement de la guerre en Irak. Depuis, les marchés des changes semblent avoir privilégié des déterminants plus fondamentaux et avoir opté, face aux nouvelles contradictoires concernant tant la croissance américaine que la croissance européenne, en faveur d'une appréciation durable de la devise européenne en raison de l'existence d'importants « déficits jumeaux » (déficit extérieur courant couplé avec un déficit budgétaire) aux États-Unis. La faiblesse de l'activité au Japon a par ailleurs conforté l'appréciation de l'euro par rapport au yen. Au total, le taux de change effectif nominal⁽⁴⁾ de l'euro est revenu au niveau moyen enregistré au cours du premier trimestre 1999.

(4) Le taux de change effectif nominal correspond ici aux taux de change des douze principaux pays partenaires de la zone euro, pondérés en fonction des échanges commerciaux de cette zone.



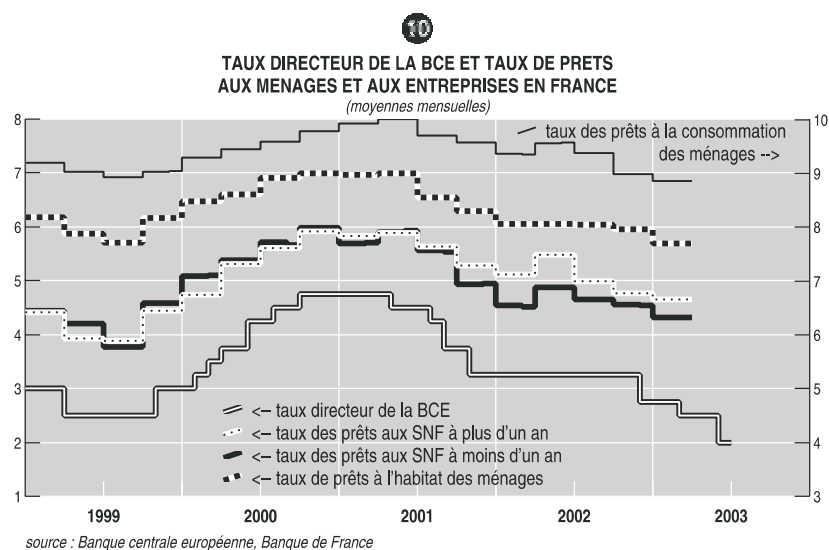
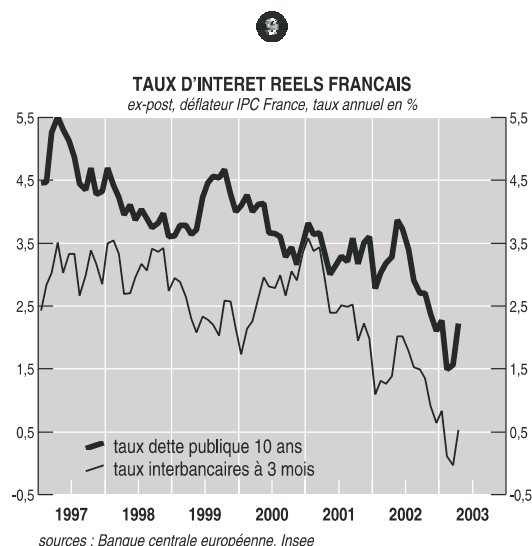
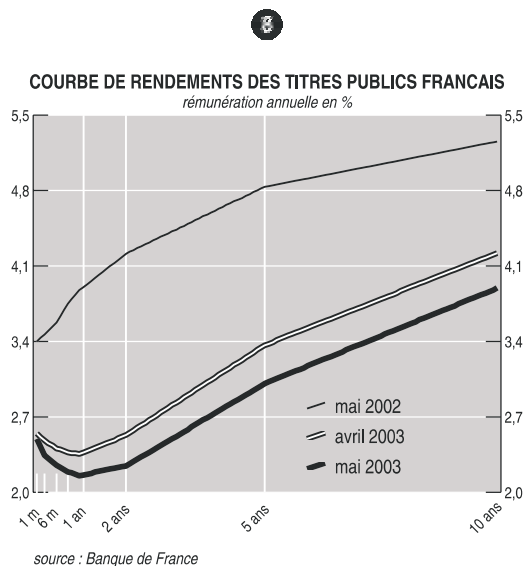
Hormis le report vers le marché actions, défavorable à court terme aux rendements obligataires, les taux sont orientés à la baisse

L'assouplissement des politiques monétaires a conforté la poursuite de la détente des taux nominaux monétaires observée depuis juin 2002 et qui s'inscrit dans une tendance baissière entamée fin 2000. Ainsi, les taux Euribor à un et trois mois sont passés respectivement de 2,8% et 2,7% en février 2003 à 2,1% tous les deux début juin.

La reprise des marchés d'actions a limité l'offre de financement sur les marchés obligataires interrompant, en février 2003, la détente entamée sur ces derniers depuis juin 2002. Les rendements des emprunts publics à 10 ans des États-Unis et de la zone euro sont ainsi passés respectivement de 3,79% et 4,13% en février 2003 à 3,94% et 4,23% en avril. Ce phénomène a également touché la courbe des rendements de la dette publique française qui s'est déplacée vers le haut (cf. graphique 8).

Cependant, cette augmentation rapide a été suivie d'une décrue progressive des taux longs ramenant le rendement des emprunts publics américains à 3,56% et européens à 3,91% en mai 2003. Parallèlement à la baisse des taux nominaux depuis fin 2000, les taux réels ont atteint un point bas en mars (cf. graphique 9).

Ces évolutions des taux de marché se répercutent progressivement dans les taux débiteurs. Ainsi, la légère diminution des taux d'intérêt débiteurs consentis par les banques de dépôts, entamée durant l'été 2002, s'est amplifiée au cours du premier trimestre 2003 pour les principales catégories de prêts, que ce soit en France (cf. graphique 10) ou dans la zone euro. Dans cette dernière, le taux de prêts à la consommation des ménages est revenu de 9,6% à 9,4% entre janvier et mars 2003 et celui des prêts à



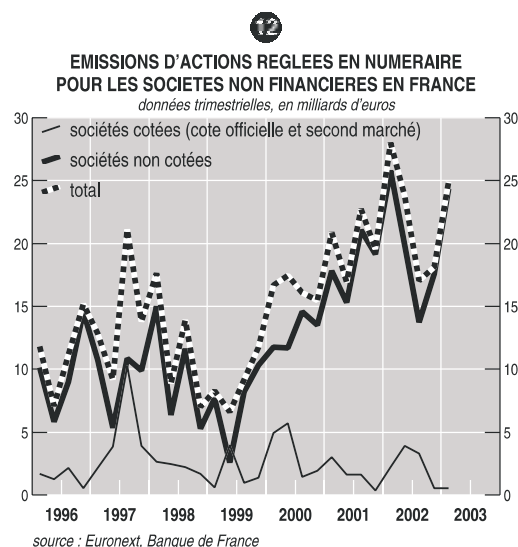
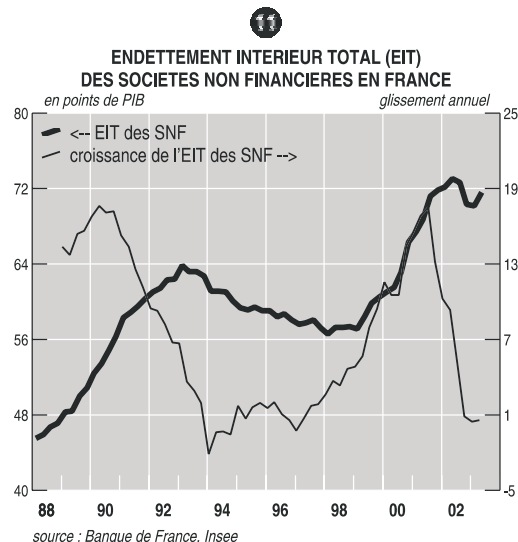
l'habitat de 4,9% à 4,7% tandis que les crédits aux entreprises à moins d'un an ont vu leur taux se réduire de 6,0% à 5,8% et ceux des crédits à plus d'un an de 5,3% à 5,2%.

L'assouplissement des conditions financières favorise une reprise des volumes de financement

Ces évolutions à la baisse des taux débiteurs favorisent une augmentation significative des volumes de financements des agents non financiers. Au premier trimestre de 2003, les encours de crédits aux sociétés non financières (SNF) consentis par les établissements de crédits établis en France progressent légèrement, avec un taux de croissance trimestriel annualisé de 3,5%. Cette augmentation provient des crédits à l'investissement (+6,0%) tandis que les crédits de trésorerie décroissent (-6,6%). Les financements de marché accordés aux SNF progressent plus nettement, tant à court terme (+55,9%)⁽⁵⁾ qu'à moyen et long terme (+22,5%). Au total, l'endettement intermédié et de marché des SNF connaît une nette progression (+11,3%), confirmant le début d'amélioration constaté lors du précédent trimestre et amorçant peut-être une pause ou un tournant dans la phase de désendettement des SNF (cf. graphique 11). L'évolution est comparable dans la zone euro pour laquelle on bénéficie par ailleurs d'une nouvelle enquête sur la distribution du crédit bancaire (cf. encadré 2). Cette enquête indique que, pour le deuxième trimestre de 2003, un solde net de banques répondantes anticipait une moindre progression de la demande de crédit à long terme des SNF et pensait resserrer leurs conditions de crédit. Néanmoins, ce solde net est moindre que celui obtenu lors de l'enquête précédente et, surtout, les liens entre ces évolutions anticipées et les évolutions effectives des variables concernées ne pourront être établis de manière solide que lorsque plusieurs enquêtes successives auront été réalisées⁽⁶⁾.

Par ailleurs, en France, le financement par émissions d'actions des SNF a vu sa reprise du quatrième trimestre 2002 confirmée (cf. graphique 12). Ainsi, au cours du premier trimestre 2003, les émissions d'actions se sont élevées à 24,9 milliards d'euros en dépit de la faiblesse des émissions effectuées par les sociétés cotées (0,5 milliards) et grâce à la forte progression des émissions réalisées par les sociétés non cotées (+39% par rapport au quatrième trimestre de 2002).

S'agissant de l'endettement des ménages et des administrations publiques, ils demeurent dynamiques (+4,9% et +19,3% au premier trimestre de 2003). Ainsi, l'endettement intérieur total⁽⁷⁾ progresse de +12,7% au premier trimestre de 2003, confirmant le rétablissement observé au quatrième trimestre de 2002.



En définitive, la reprise des marchés boursiers et la détente des taux de marché améliorent peu à peu les conditions de financement des entreprises, dont la structure financière s'assainit progressivement. ■

(5) L'importance de ce pourcentage de progression s'explique par le niveau très bas des financements de marché à court terme des SNF atteint fin 2002.

(6) Ainsi les commentaires de l'enquête américaine, dont s'inspire l'enquête européenne, sont-ils généralement plus centrés sur l'évolution des soldes nets d'opinions que sur le niveau absolu de ces soldes. À titre d'exemple le principal enseignement de l'enquête américaine d'avril 2003 est que le solde net des banques ayant resserré leurs conditions de crédit aux entreprises est tombé de 20% en janvier 2003 à 9%, soit le plus faible pourcentage observé depuis fin 1999.

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

ENCADRÉ 1 : EVALUATION DE LA STRATÉGIE DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE PAR LE CONSEIL DES GOUVERNEURS

Le Conseil des gouverneurs de la BCE, organe directeur de la politique monétaire de la zone euro, a évalué la stratégie mise en oeuvre depuis le 1^{er} janvier 1999 et qui avait été rendue publique le 13 octobre 1998. Cet examen l'a conduit à clarifier les trois éléments principaux de cette stratégie.

- La définition quantifiée de la stabilité des prix : la stabilité des prix reste définie comme « une progression sur un an des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2% dans la zone euro ». Il est également rappelé que « la stabilité des prix doit être maintenue à moyen terme » en précisant que les taux d'inflation doivent rester à « des niveaux proches de 2% à moyen terme » ceci afin d'éviter les risques de déflation ⁽¹⁾. En outre cette « marge de sécurité » au-dessus de 0% réduit la probabilité qu'en cas de chocs négatifs la politique monétaire ne dispose plus de marge de manœuvre en raison du plancher représenté par un taux d'intérêt nominal nul.
- Un rôle majeur assigné à la monnaie dans le cadre de l'évaluation des risques pesant sur la stabilité des prix : afin de souligner le caractère à moyen terme de la valeur de référence pour la croissance de la masse monétaire M3, le Conseil des gouverneurs ne procédera plus à un réexamen annuel de cette valeur ⁽²⁾. En effet le calcul de cette valeur repose sur l'estimation à moyen terme de la croissance en volume du Produit

Intérieur Brut et sur celle de la vitesse de circulation de la monnaie, variables qui évoluent de manière progressive.

- Une évaluation des perspectives d'évolution des prix reposant sur une large gamme d'indicateurs : la communication externe relative à cette évaluation voit sa structure modifiée. Désormais elle commencera par l'analyse économique (examen des chocs affectant l'économie de la zone euro et projections des variables macroéconomiques clés) et sera suivie par l'analyse monétaire (fondée sur la relation de long terme entre la monnaie et les prix et recourant à divers indicateurs monétaires : M3, ses composantes et ses contreparties, en particulier le crédit, ainsi que diverses mesures de l'excédent de liquidité). Ces deux analyses sont en effet complémentaires puisque l'analyse monétaire apporte principalement des éléments de recoupement, dans une perspective à moyen et long terme, des indications à court et moyen terme ressortant de l'analyse économique. ■

(1) Par ailleurs ceci permet de minimiser les risques liés à l'incertitude sur l'existence d'un biais positif dans la mesure de l'inflation par l'IPCH. Les progrès méthodologiques continus d'Eurostat contribueraient toutefois à limiter ce biais dans l'avenir.

(2) En outre la moyenne mobile sur trois mois ne sera plus privilégiée comme outil statistique de mesure de la croissance de M3, d'autres outils permettant de mieux analyser les tendances de moyen terme de cet indicateur.

ENCADRÉ 2 : LES ENQUÊTES SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT BANCAIRE AUX ÉTATS-UNIS, AU JAPON ET DANS LA ZONE EURO.

La Réserve fédérale américaine (Fed) met en oeuvre depuis 1964 une enquête trimestrielle qualitative sur la distribution du crédit bancaire. Cette enquête ⁽¹⁾ est conduite auprès des responsables crédit de soixante grandes banques commerciales nationales et de vingt-quatre filiales ou succursales de banques étrangères. Elle comprend une vingtaine de questions destinées à mesurer les changements dans les conditions d'octroi des prêts aux entreprises et aux ménages ainsi que les évolutions anticipées de la demande de crédit provenant de ces agents. Une double leçon peut être tirée de cette longue expérience ⁽²⁾ :

- D'une part ce type d'enquête qualitative peut subir des biais significatifs qui doivent être pris en compte dans l'interprétation des données. Ainsi les banques répondantes ont-elles en général tendance à mentionner plus facilement un resserrement des conditions de crédit qu'un assouplissement.
- D'autre part les indications tirées de ces enquêtes (et notamment le solde net des banques comptant ressermer leurs conditions de crédit) constituent des indicateurs efficaces pour la prévision de la croissance des encours de crédits et de l'évolution de l'activité économique (notamment en matière d'investissement et de production industrielle).

Prenant modèle sur cette enquête, la Banque du Japon a créé une enquête comparable ⁽³⁾ en 2000 ainsi que la Banque Centrale Européenne en 2003. Cette « enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro » repose sur l'interrogation de 86 banques européennes (dont 15 banques françaises) et se structure autour de 18 questions concernant d'une part les trois derniers mois et d'autre part les trois mois à venir. Les domaines couverts sont l'évolution de la demande de crédit des ménages et des entreprises ainsi que les conditions de l'offre de crédit au sens large (critères d'octroi généraux mais également conditions spécifiques telles que les taux d'intérêt, les garanties à fournir et la durée) ⁽⁴⁾. ■

(1) Disponible sur le site Internet de la Fed chaque trimestre sous le titre de « Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices ». Le dispositif d'enquête est détaillé dans le « Supporting Statement for the Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices ».

(2) Cf. Cara S. Lown, Donald P. Morgan et Sonali Rohatgi, "Listening to Loan Officers", FRBNY Economic Policy Review, July 2000; Cara S. Lown et Donald P. Morgan, "Credit Effects in the Monetary Mechanism", FRBNY Economic Policy Review, May 2002.

(3) Pour une présentation détaillée, cf. Introduction of the «Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices at Large Japanese Banks» disponible sur le site internet de la Banque du Japon.

(4) Cf. « Une enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro », Bulletin mensuel de la BCE, avril 2003.

Éléments du compte des administrations publiques

Compte tenu du ralentissement de l'activité économique et des mesures nouvelles d'allègements fiscaux, les impôts reçus par les administrations publiques ont décéléré fortement en 2002, ne progressant que de 0,3%. Ce coup d'arrêt fait suite à deux années de croissances comparables (+3,4% en 2000, +2,9% en 2001). Du fait de la progression soutenue des dépenses dans le même temps, le déficit public s'est accru de 24,8 milliards d'euros et s'est élevé à 3,1% du PIB après 1,5% en 2001. La poursuite des baisses d'impôts a conduit pour la troisième année consécutive à une baisse du taux de prélèvements obligatoires qui s'est établi en 2002 à 43,9% du PIB.

En 2003, l'absence de reprise marquée de l'activité économique devrait conduire à une croissance modérée des recettes des administrations publiques (+1,7%). Les impôts sur le revenu acquittés par les sociétés continueraient de décroître.

En 2002, le ralentissement des impôts perçus par les administrations publiques reflète le fléchissement des recettes des impôts courants sur le revenu et le patrimoine

Les recettes fiscales perçues par les administrations publiques ont fortement décéléré en 2002, puisqu'elles ont progressé de 0,3% après avoir augmenté de 2,9% en 2001. Ce ralentissement masque des situations contrastées : en effet, alors que les impôts sur la production et le capital ont augmenté en 2002,

les recettes des impôts courants sur le revenu et le patrimoine versés principalement par les ménages et par les entreprises ont fortement décliné (-4,3% après +5,9% en 2001).

Le produit de l'ensemble des impôts sur le revenu versé par les ménages a fléchi : il a baissé de 0,8% après avoir progressé de 2,2% en 2001 et de 7,5% en 2000. Cette baisse est la plus marquée pour l'impôt sur le revenu (IR) proprement dit. La réduction des taux a fortement pesé sur les recouvrements observés en 2002. Les recettes de la contribution sociale généralisée (CSG) ont fortement décéléré, puisqu'elles ne progressent que de 2,3% en 2002 après +5,7% en 2001. Cette évolution reflète surtout les pertes de rendement de la CSG sur les revenus de patrimoine et de placement. En effet, la forte chute des cours boursiers en 2002 a entraîné une importante diminution des plus-values taxables. Quant à la CSG sur les revenus d'activité et de remplacement, elle a évolué à un rythme parallèle à celui de la rémunération des salariés.

Les impôts sur le revenu acquittés par les sociétés financières et les sociétés non-financières ont très fortement décliné en 2002 (-13,9%), pour atteindre un niveau légèrement inférieur à celui atteint en 2000. Cette baisse très nette fait suite à trois années de croissance exceptionnelle (+19,6%, +9,9% et +13,5% respectivement en 1999, 2000 et 2001). La dégradation de la situation conjoncturelle observée depuis 2001 s'est fait sentir pour la première fois sur une année pleine en 2002 pour les recettes de l'impôt sur les sociétés (IS) alors qu'elle avait commencé à peser sur ces recettes au cours du second

IMPÔTS PERÇUS PAR LES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ⁽¹⁾

	(évolution en %)		
	2001	2002	2003
Impôts sur la production et les importations (55,1%)	0,8	3,7	2,4
TVA perçue par les administrations (25,3%)	1,4	3,6	2,7
Impôts spécifiques sur les produits (16,0%)	-0,1	4,1	2,5
Impôts sur les salaires et main d'œuvre (3,8%)	3,8	5,3	5,5
Autres impôts liés à la production (10,0%)	-0,1	3,0	0,3
Impôts courants sur le revenu et le patrimoine (42,8%)	5,9	-4,3	0,6
Impôts sur le revenu versés par les sociétés (8,9%)	13,5	-13,9	-7,8
Impôts sur le revenu versés par les ménages (30,2%) ⁽²⁾	2,2	-0,8	2,8
Autre impôts sur le revenu et le patrimoine (3,2%)	15,8	-5,4	3,4
Impôts en capital (2,1%)	-4,4	9,2	5,8
Total des impôts perçus par les APU	2,9	0,3	1,7

■ Prévission

(1) Centrales, locales et de sécurité sociale.

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

NB : Les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2002.

semestre de l'année 2001, par le jeu des soldes et des acomptes. Cette baisse d'ordre conjoncturel a été accentuée par l'annulation progressive de la contribution additionnelle de 10%. Par ailleurs, les recettes du précompte sur les bénéfices distribués ont elles aussi fortement diminué.

La progression importante des recettes des impôts sur salaires et main-d'œuvre en 2002 (+5,3% après +3,8% en 2001) est en décalage avec le ralentissement observé de la masse salariale qui leur sert d'assiette. Cet écart est à mettre sur le compte des différents changements de taux intervenus sur l'assurance garantie salaires (AGS), qui ont eu lieu au 1^{er} janvier et au 1^{er} juillet 2002 (le taux est passé respectivement de 0,1% à 0,2% puis de 0,2% à 0,3%).

La taxe sur la valeur ajoutée (TVA) perçue par les administrations a progressé de 3,6% en 2002. En effet, l'ensemble de la TVA est resté dynamique en 2002 grâce à la bonne résistance de la consommation en 2002. En outre, la partie de la TVA qui est reversée à la Communauté Européenne a beaucoup baissé, du fait d'une forte diminution du taux d'appel utilisé pour son calcul.

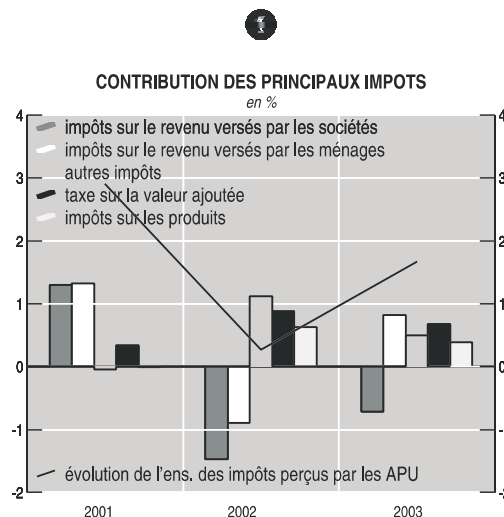
Nonobstant une légère diminution des volumes consommés de produits pétroliers, les recettes de taxe intérieure sur les produits pétroliers (TIPP) progressent de 2,4% en 2002 après avoir diminué de 3,6% en 2001. Cette reprise après deux années consécutives de baisse s'explique par la suppression en juillet des deux dispositifs d'ajustement automatique de la taxe créés fin 2000.

En 2003, les impôts perçus par les administrations publiques seraient en croissance légère, malgré la nouvelle dégradation des impôts sur le revenu versés par les sociétés

La progression de l'ensemble des impôts perçus par les administrations publiques devrait être plus forte en 2003 qu'en 2002 puisqu'il augmenterait de 1,7% après +0,3%. Des baisses de taux, en particulier sur l'IR, moins importantes qu'en 2002, contribuent à expliquer cette légère accélération. La croissance globale des impôts serait toutefois limitée par une nouvelle baisse des recettes d'impôts sur le revenu versés par les sociétés.

En dépit d'une progression de l'assiette moins forte qu'en 2002, la croissance des impôts sur le revenu versée par les ménages se reprendrait en 2003

Le produit de l'ensemble des impôts sur le revenu versé par les ménages progresserait en 2003 après le recul qui avait marqué l'année 2002. Cette accélération résulte d'allègements fiscaux de moindre ampleur concernant l'impôt sur le revenu. En effet, les nouvelles baisses d'IR joueraient pour un peu moins



d'un milliard d'euros en 2003 contre environ 5 milliards en 2002. Par ailleurs, les recettes de CSG sur les revenus de patrimoine et de placement se stabiliseraient cette année après la forte baisse enregistrée en 2002. En revanche, la CSG sur les revenus d'activité et de remplacement serait moins dynamiques en 2003 que l'année précédente suite au ralentissement continu depuis deux ans des revenus d'activité perçus par les ménages.

Les impôts sur le revenu versés par les sociétés décroîtraient pour la deuxième année consécutive

Le produit de l'ensemble des impôts sur le revenu acquittés par les sociétés financières et les sociétés non financières serait en net repli en 2003 (-7,8%), prolongeant la baisse amorcée en 2002. Cette dégradation, constatée dès le premier trimestre de 2003, s'explique par une conjoncture toujours morose. La prolongation de la suppression de la contribution additionnelle de 10% ainsi que la disparition de la contribution exceptionnelle sur les entreprises pétrolières accentuent le phénomène à la baisse.

Les recettes des impôts sur la production et les importations ralentiraient en 2003, progressant de 2,4% après +3,7% en 2002. La nouvelle hausse de taux intervenue sur l'AGS au 1^{er} janvier 2003 (le taux est passé de 0,30 à 0,35%) expliquerait pour la deuxième année consécutive la progression très dynamique des impôts sur salaires et main-d'œuvre (+5,5%), en dépit d'une poursuite du ralentissement de la masse salariale qui leur sert d'assiette. La TVA perçue par les administrations accélérerait en 2003, dans le prolongement d'un premier trimestre particulièrement dynamique à mettre en parallèle avec un regain de la consommation des ménages. Elle progresserait de 2,7 % en 2003 après une hausse de 3,6% en 2002. ■

La méthode utilisée ici pour mesurer l'impact du cycle économique sur les finances publiques a été exposée dans le dossier « Finances publiques et cycle économique : une autre approche » paru dans la note de conjoncture de mars 2001. Elle permet de distinguer la part cyclique de la part non cyclique dans la variation du solde des administrations publiques en tenant compte de l'impact de la conjoncture passée et présente en terme de croissance du PIB et de la réaction moyenne au cycle de la politique budgétaire. En raison de cette dernière, les résultats obtenus sont différents de ceux résultant des calculs traditionnels des organisations internationales de soldes structurels et conjoncturels.

L'équation suivante relie le solde total des administrations publiques ⁽¹⁾ (s) exprimé en point de PIB au taux de variation du PIB (Y) :

$$s = -0,027 + 0,33 * \Delta \ln Y + 0,31 * \Delta \ln Y_{-1} + 0,56 * s_{-1} + \eta$$

(-4,86) (2,57) (2,08) (5,04)

$$R^2 = 0,80$$

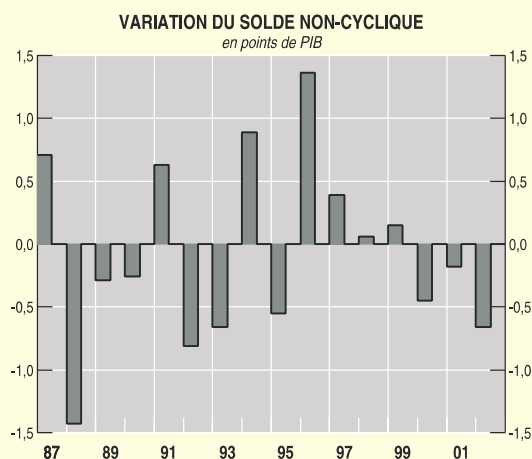
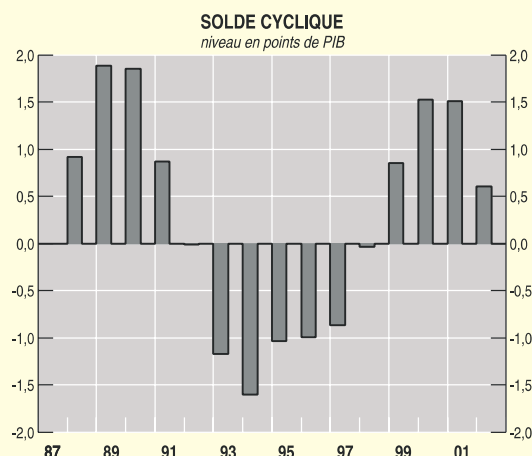
La partie non cyclique du solde correspond à ce qu'il aurait été si le PIB n'avait pas dévié de sa moyenne de long terme (tendance notée Y^*). Le solde cyclique s'obtient de façon réursive à partir de l'équation suivante :

$$s^c = 0,33 * (\Delta \ln Y - \Delta \ln Y^*) + 0,31 * (\Delta \ln Y_{-1} - \Delta \ln Y_{-1}^*) + 0,56 * s_{-1}^c$$

Afin de dégager une valeur tendancielle du PIB, il a été choisi une méthode log-linéaire, c'est-à-dire un taux de croissance constant estimé sur la période 1979-1999 (+2,0%).

En 2001, le solde cyclique s'est très peu dégradé : l'impact du ralentissement de 2001 sur le solde des administrations publiques a été compensé par l'effet des croissances passées. Par exemple, les recettes d'impôt sur le revenu des ménages reposent en 2001 sur les revenus de 2000, qui étaient alors particulièrement dynamiques.

En 2002, les croissances passées ne soutiennent plus suffisamment le solde cyclique, qui se dégrade. À cette évolution conjoncturelle s'ajoutent des mesures d'allègements fiscaux. Ainsi, le solde non cyclique diminue en 2002. ■



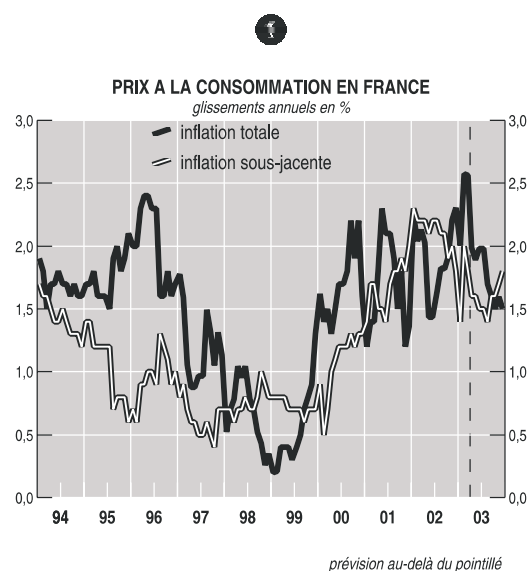
(1) On a retranché en 1997 la soufte France Telecom (6,1 milliards d'euros) et en 2001 et 2002 les recettes perçues au titre de la vente des licences UMTS (1,2 milliard d'euros en 2001 et 600 millions d'euros en 2002).

Prix à la consommation

Durant l'hiver, l'inflation a enregistré un rebond ponctuel, du fait de la forte hausse des prix pétroliers. Dès le mois d'avril, elle fléchit pour revenir à +2,0%, sous l'effet du reflux des cours du pétrole. Dans le même temps, l'inflation sous-jacente a continué de décroître (+1,6% en avril, après +1,8% en décembre).

L'inflation s'établirait à +2,0% en juin (+1,5% pour l'inflation sous-jacente). Au premier semestre de 2003, les tensions domestiques sur les prix continueraient en effet de s'affaiblir. En outre, hors énergie, l'inflation importée diminuerait, principalement sous l'effet de l'appréciation de l'euro.

Au second semestre de 2003, la baisse de l'inflation se poursuivrait (cf. graphique 1). Sous l'hypothèse d'un cours du brut stable au voisinage de 25 dollars le baril au troisième trimestre puis autour de 22 dollars le baril au quatrième trimestre et d'un taux de change de l'euro proche de 1,15 dollar, le glissement annuel d'ensemble se replierait à +1,5% en décembre, après +2,0% en juin. Ce mouvement serait dû à la diminution des glissements sur l'énergie et les services. Toutefois, la remontée passée des prix des matières premières commencerait à se répercuter sur les prix à la consommation des produits manufacturés. De ce fait, l'inflation sous-jacente, qui ne comprend pas dans son champ les produits énergétiques, serait en hausse légère et passagère au second semestre de 2003. Elle reviendrait à +1,8% en décembre 2003, après +1,5% en juin.



La baisse de l'inflation en 2003 serait d'abord due à une moindre hausse des prix des services...

Alors qu'il avait fortement augmenté de la mi-2000 jusqu'à la fin de l'année 2002, sous l'effet notamment de la hausse des coûts salariaux, le glissement annuel des prix des services se replierait en 2003. Ainsi, après s'être établi à +3,4% en décembre 2002, il diminuerait à +2,7% en avril 2003 et reviendrait à +2,4% en décembre 2003 (cf. tableau et graphique 2).

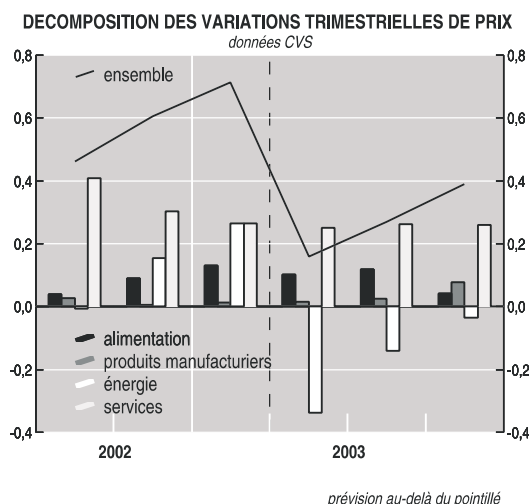
LES PRIX À LA CONSOMMATION

Regroupements (pondérations 2003)	Glissements annuels en fin de semestre							(évolution en %)			
	déc. 2000	juin 2001	déc. 2001	juin 2002	déc. 2002	juin 2003	déc. 2003	Moyennes annuelles	2001	2002	2003
Alimentation (17,2%)	2,8	6,2	4,9	1,7	1,4	2,5	2,4	5,1	2,6	2,0	
Tabac (2,0%)	4,5	5,3	5,3	8,4	8,1	10,4	10,8	5,2	8,4	10,5	
Produits manufacturés (30,1%)	0,4	0,8	0,7	0,6	0,5	0,1	0,5	0,7	0,7	0,3	
Énergie (7,3%)	7,8	1,8	-7,5	-5,6	3,8	0,5	-3,3	-1,8	-1,6	1,0	
<i>dont : produits pétroliers (4,3%)</i>	10,6	-0,5	-13,7	-8,7	6,8	-0,4	-7,7	-5,3	-3,2	1,0	
Services (43,4%)	0,8	1,2	1,9	2,8	3,4	2,8	2,4	1,4	3,0	2,7	
<i>dont : loyers-eau (7,3%)</i>	0,2	0,3	0,9	2,4	3,0	2,8	2,3	0,5	2,4	2,8	
<i>services de santé (5,3%)</i>	0,4	-0,7	-1,7	2,4	7,8	4,7	1,8	-0,6	3,5	4,1	
<i>transports-communications (5,0%)</i>	-2,8	-1,4	1,4	0,7	0,6	2,3	1,3	-0,8	1,1	1,5	
<i>autres services (25,8%)</i>	1,8	2,3	2,9	3,4	3,1	2,6	2,7	2,3	3,3	2,7	
Ensemble (100%)	1,6	2,1	1,4	1,4	2,3	2,0	1,5	1,7	1,9	1,9	
Ensemble hors énergie (92,7%)	1,1	2,1	2,2	2,0	2,1	2,0	1,9	2,0	2,2	2,0	
Ensemble hors tabac (98,0%)	1,6	2,0	1,3	1,2	2,1	1,8	1,3	1,6	1,7	1,7	
Inflation sous-jacente (61,5%) ⁽¹⁾	1,3	1,5	2,0	2,2	1,8	1,5	1,8	1,7	2,1	1,6	

Prévision

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

2



Depuis le début de 2003, les loyers enregistrent une décélération qui reflète le ralentissement de l'indice du coût de la construction (ICC). Le glissement annuel du secteur « loyers, eau et enlèvement des ordures ménagères » se replie à +2,8% en avril 2003, après +3,0% en décembre 2002. Le ralentissement se poursuivrait au second semestre : sous l'hypothèse d'une stabilisation du rythme d'évolution de l'ICC (à +0,5% par trimestre), le glissement annuel des prix du secteur « loyers, eau et enlèvement des ordures ménagères » s'établirait à +2,3% en décembre 2003.

Tout au long de 2003, des effets de base accentueraient le ralentissement des prix des services. Au début de l'année, le surcroît de hausses de prix ayant accompagné le passage à l'euro en janvier 2002 (impact estimé à +0,4 point sur les prix des « autres services ») est sorti du calcul du glissement annuel.

S'agissant des prix des services de santé, les tarifs des médecins et ceux des infirmiers s'accroîtraient en 2003. En particulier, après une hausse en avril, l'indemnité forfaitaire de déplacement des infirmiers augmenterait de nouveau en novembre. Les hausses des prix de la santé prévues pour 2003 seraient néanmoins de moindre ampleur que celles de l'an passé (revalorisations des tarifs des généralistes en 2002), induisant un effet de base favorable. Le glissement annuel des prix des services de santé se replierait ainsi à +4,7% en juin 2003, après +7,8% en décembre 2002, puis à +1,8% en décembre 2003.

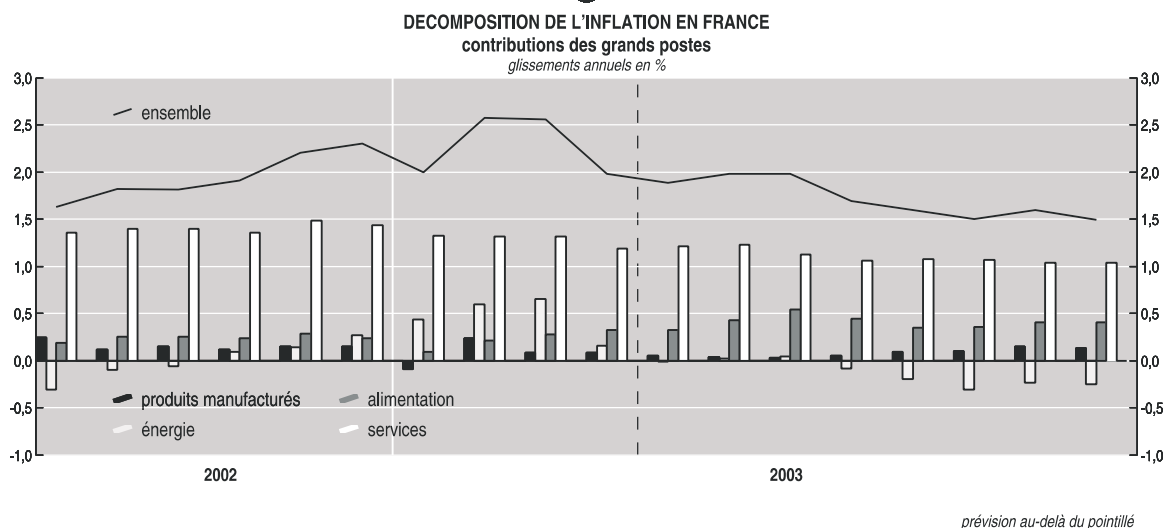
En raison de la sortie du calcul du glissement annuel des baisses de tarifs des services de télécommunication enregistrées en mai 2002, le glissement annuel des prix des « transports-communications » progresserait temporairement au deuxième trimestre pour atteindre +2,3% en juin, après +1,2% en avril. La détente des prix des produits pétroliers devrait favoriser un ralentissement des prix des transports au second semestre. Au total, le glissement des prix des « transports-communications » se situerait à +1,3% en fin d'année.

Au sein des services, seul le prix des « autres services » connaîtrait une très légère accélération au second semestre, en raison de l'augmentation modérée du rythme des salaires.

... conjugué à un recul des prix de l'énergie

Après une forte augmentation entre janvier 2002 et mars 2003 liée à la remontée du prix du pétrole, le glissement annuel des prix de l'énergie reflue nettement en avril pour se situer à +2,2%. Sous l'hypothèse d'un cours du Brent stable au voisinage de 25 dollars le baril aux deuxième et troisième trimestre puis autour de 22 dollars le baril au quatrième trimestre et d'un taux de change de l'euro

3



proche de 1,15 dollar, il continuerait de diminuer au second semestre pour s'établir à -3,3% en décembre, après +0,5% en juin. La contribution de l'énergie à la baisse de l'inflation serait ainsi de 0,2 point au premier semestre et de 0,3 point au second.

En effet, les prix des produits pétroliers ralentiraient significativement. Au deuxième trimestre, ce mouvement serait induit par la baisse récente du cours du baril (cf. graphique 3). Le glissement annuel des prix des produits pétroliers se replierait ainsi à -0,4% en juin 2003, après un pic à +15,9% en mars. Au second semestre, le ralentissement se poursuivrait mais cette fois en raison de la conjugaison d'une nouvelle baisse des prix avec des effets de base favorables. Les hausses des prix des produits pétroliers enregistrées au second semestre de 2002 sortiraient en effet du calcul du glissement annuel.

À l'opposé, après une hausse du prix du gaz en mai, répercutant la remontée passée des cours du pétrole, les tarifs de l'électricité augmenteraient à leur tour au second semestre. Ceci ne remettrait toutefois pas en question la décélération globale des prix de l'énergie et de l'indice d'ensemble.

Le rebond des produits frais freine le repli de l'inflation

Le glissement annuel des prix des produits frais s'établit à +1,6% en avril, après +1,7% en décembre 2002. Comme l'an dernier les conditions climatiques défavorables ont entraîné une forte hausse des prix des légumes frais durant l'hiver. Les prix des produits frais accéléreraient au printemps. Leur glissement annuel s'établirait à +6,9% en juin 2003. Le mois d'avril a en effet été difficile pour les productions fruitières. Les fruits à noyaux (cerises, abricots, pêches) ont beaucoup souffert des gelées nocturnes du mois d'avril. À partir de la fin de l'été, le glissement annuel des prix des produits frais diminuerait pour revenir à +4,2% en décembre.

La légère accélération des prix des produits manufacturés entraînerait toutefois une remontée passagère de l'inflation sous-jacente au second semestre ...

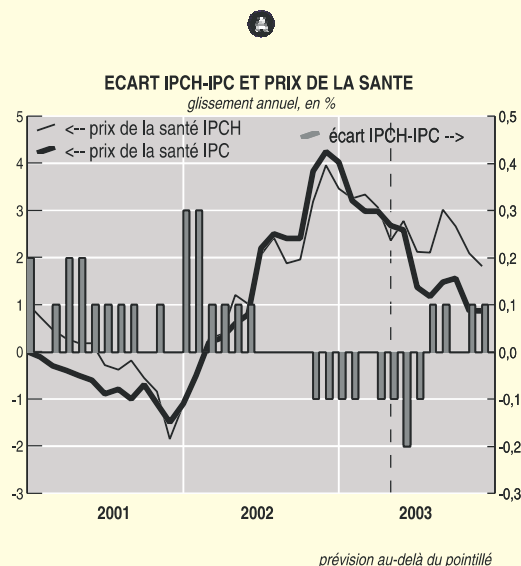
Après une baisse sensible depuis le début de 2002, le glissement annuel des prix des produits manufacturés s'établit à +0,3% en avril 2003. Il se redresserait au second semestre pour atteindre +0,5% en fin

IMPACT DES VARIATIONS DES PRIX DE LA SANTÉ SUR L'ÉCART ENTRE LES GLISSEMENTS ANNUELS DE L'INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ (IPCH) ET DE L'INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION (IPC)

Fin 2002, « l'écart IPCH-IPC » s'est inversé. Alors qu'il était traditionnellement positif, il s'est établi à -0,1 point en décembre 2002. En 2001, il était en moyenne de 0,1 point.

Cette inversion est essentiellement liée à la différence de concept concernant le poste santé et à l'accélération des prix de la santé en 2002. Les prix de la santé retenus dans l'IPC sont en effet des montants bruts alors que dans l'IPCH, ils sont nets des remboursements de la sécurité sociale. La pondération du poste santé est donc nettement plus faible dans l'IPCH (4,3%) que dans l'IPC (9,6%). Par ailleurs, en 2002, les tarifs des médecins généralistes ont fortement progressé. En décembre 2002, le glissement annuel des prix de la santé s'établit à +4,0% (contre +1,4% en moyenne sur 2001) dans l'IPCH et à +4,2% (contre -0,6% en moyenne sur 2001) dans l'IPC. Ce mouvement a contribué à réduire l'écart IPCH-IPC de 0,2 point. Il explique l'inversion observée en 2002.

En 2003, l'évolution de l'écart IPC-IPCH serait essentiellement liée à deux facteurs. D'une part, l'effet sur l'écart IPCH-IPC des hausses de tarifs accordées en 2002 aux généralistes disparaîtrait d'ici à la fin de l'année, ces hausses sortant progressivement du calcul du glissement annuel des prix de la santé. D'autre part, l'application des mesures de déremboursement de médi-



caments aurait un effet à la hausse d'environ 0,01 point sur l'écart IPCH-IPC : dans l'IPCH, leur impact sur les prix des médicaments serait de l'ordre de +1,0 point en 2003, soit 0,3 point pour les prix de la santé, alors qu'il serait neutre dans l'IPC. Fin 2003, l'écart IPCH-IPC serait ainsi de nouveau égal à 0,1 point. ■

d'année, après +0,1% en juin. Les évolutions des prix à la consommation des produits manufacturés reflètent en effet celles des prix de production industriels avec un décalage de l'ordre de cinq trimestres. Or, les prix de vente industriels ont connu une remontée depuis le premier trimestre de 2002 jusqu'à mars avant de décélérer de nouveau.

L'ampleur de cette accélération passée serait légèrement atténuée par l'appréciation récente de l'euro. Cette dernière aurait pour effet de tirer vers le bas les prix des biens importés. L'adoption d'une hypothèse de taux de change de 1,15 dollar pour un euro à partir de mai 2003, au lieu de 1,08 dollar pour un euro précédemment, a ainsi un impact à la baisse de l'ordre de 0,1 point sur la prévision d'inflation pour décembre 2003.

... soutenue également par un léger redressement des prix alimentaires hors produits frais

Au premier trimestre de 2003, le glissement annuel des prix de l'alimentation hors produits frais, qui entrent pour partie dans la composition de l'inflation sous-jacente, a progressé nettement en raison d'un effet de base défavorable. Il s'établit à +2,0% en avril, après +1,4% en décembre 2002. Les faibles hausses de tarifs liées à l'application de l'accord de neutralisation des prix entre novembre 2001 et mars 2002 sont en effet sorties du calcul du glissement annuel. Ce dernier se replierait légèrement au deuxième trimestre pour s'établir à +1,9% en juin 2003. Puis, sous l'effet de la répercussion des hausses passées des matières premières alimentaires, les prix de l'alimentation hors produits frais accélèreraient légèrement au second semestre. Leur glissement annuel atteindrait +2,1% en décembre 2003. ■

Emploi

Après avoir progressé de 70 000 postes en 2002, l'emploi salarié marchand reculerait en 2003. Suite à la baisse de l'activité à la fin de 2002 et compte tenu des délais d'ajustement de l'emploi aux fluctuations de l'activité, l'emploi salarié dans les secteurs concurrentiels reculerait au premier semestre. Au second semestre, l'emploi serait à nouveau orienté à la hausse sous l'effet de l'amélioration engagée à partir de l'été. Toutefois, les créations d'emplois ne permettraient pas de compenser les pertes enregistrées en début d'année. Au total, les pertes d'emplois salariés marchands seraient de 40 000 en 2003.

L'emploi total reculerait d'environ 60 000 postes, soit -0,3% en glissement annuel fin décembre, après avoir enregistré une progression de +0,4% en 2002.

L'emploi salarié reculerait en 2003

Sous l'effet de la baisse de l'activité enregistrée à la fin 2002, l'emploi salarié dans les secteurs concurrentiels a reculé de 0,3% au premier trimestre de 2003, après avoir fortement accéléré en fin d'année dernière.

Par ailleurs, selon l'indicateur mensuel issu des déclarations de mouvements de main d'œuvre (DMMO), l'emploi salarié dans les établissements de 50 salariés ou plus s'est contracté de 0,2% entre janvier et avril (cf. graphique 1).

Au total sur le premier semestre de 2003, les effectifs salariés marchands reculeraient de 0,4%, puis s'orienteraient de nouveau à la hausse, en ligne avec

ÉVOLUTIONS ET NIVEAUX DE L'EMPLOI

	Glissements trimestriels (fin de mois) en % - CVS								Glissements annuels en % - CVS			Niveau de fin d'année en milliers - Bruts		
	2002				2003				2001	2002	2003	2001	2002	2003
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.						
Salariés des secteurs essentiellement marchands (1)	0,0	0,1	0,0	0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,1	1,5	0,5	-0,3	15348	15418	15379
Industrie	-0,7	-0,6	-0,5	-0,3	-0,8	-0,5	-0,6	-0,4	-0,4	-2,1	-2,3	4139	4051	3958
Industries agro-alimentaires	0,1	0,0	0,1	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	1,0	0,6	1,1	580	583	589
Énergie	-0,5	-0,3	0,1	-0,6	-1,3	-0,4	-0,8	-0,6	-1,0	-1,2	-3,2	245	242	234
Construction	0,0	0,1	0,4	-0,2	0,4	-0,2	0,0	0,0	1,9	0,2	0,1	1255	1258	1 259
Industrie manufacturière	-0,9	-0,7	-0,7	-0,4	-0,9	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-2,6	-2,8	3314	3226	3135
dont :														
Biens de consommation	-0,5	-0,7	-1,0	0,1	-1,6	-	-	-	-1,7	-2,2	-	700	685	-
Automobile	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	0,1	-	-	-	1,1	-2,3	-	297	290	-
Biens d'équipement	-1,1	-0,5	-0,5	-0,7	-0,8	-	-	-	0,1	-2,7	-	836	813	-
Biens intermédiaires	-1,0	-0,8	-0,7	-0,5	-0,9	-	-	-	-0,7	-2,9	-	1481	1438	-
Tertiaire essentiellement marchand	0,3	0,4	0,2	0,6	-0,2	0,1	0,3	0,4	2,3	1,5	0,5	9954	10109	10162
dont :														
Commerces	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	-	-	-	2,6	1,4	-	2959	3000	-
Transports	0,2	0,3	0,2	0,1	-0,1	-	-	-	2,3	0,8	-	1062	1070	-
Services marchands (y compris intérim)	0,3	0,5	0,2	0,9	-0,6	-	-	-	2,0	2,0	-	5238	5343	-
Activités financières	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,3	-	-	-	3,3	0,1	-	695	696	-
Tertiaire essentiellement non marchand (y compris CES, CEC...)	-	-	-	-	-	-	-	-	0,9	1,0	0,1	6661	6728	6736
EMPLOI TOTAL (y compris salariés agricoles et non-salariés)	-	-	-	-	-	-	-	-	1,1	0,4	-0,3	24510	24617	24554

■ Prévission
(1) Secteurs EB-EP

l'activité. Néanmoins, cette progression resterait modérée à l'horizon de la fin de l'année. Sur l'ensemble de l'année 2003, l'emploi salarié dans les secteurs concurrentiels reculerait de 0,3% en glissement annuel après +0,5% au cours de l'année précédente (cf. graphique 2).

Ce recul de l'emploi salarié concurrentiel conduirait à un léger ressaut de la croissance de la productivité du travail (cf. graphique 3). Le glissement annuel atteindrait +1,3% en fin d'année, et serait un peu supérieur aux gains tendanciels de ces dernières années.

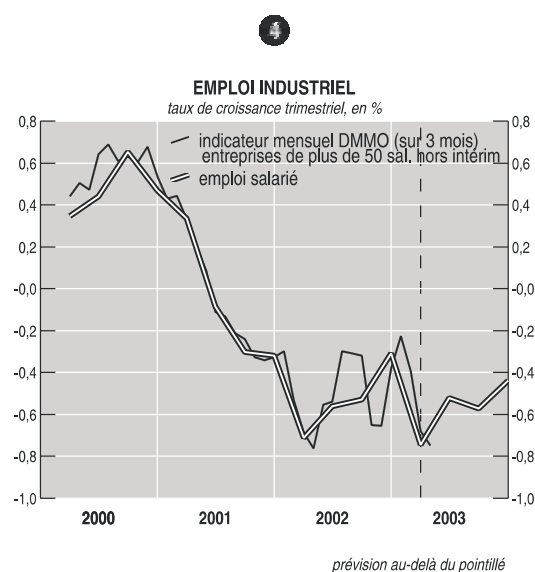
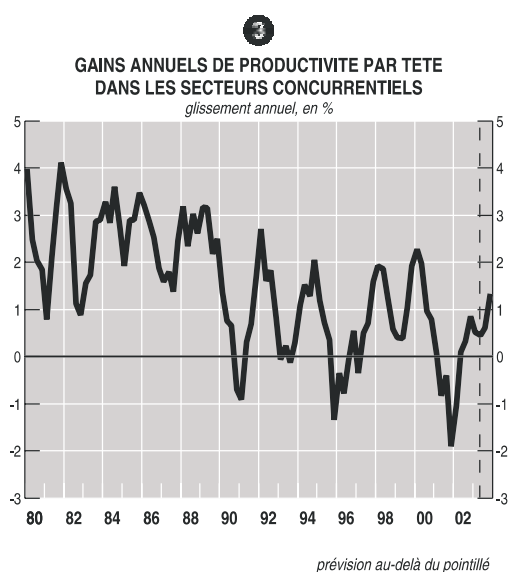
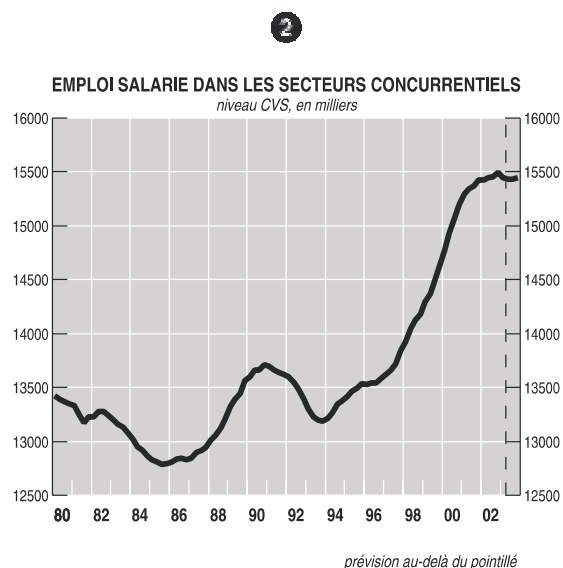
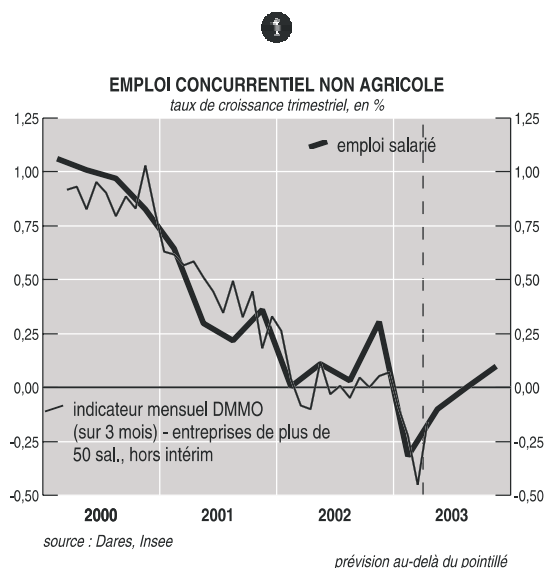
L'impact relatif de la politique de l'emploi serait faible en 2003

La politique d'aide à l'emploi marchand serait moins dynamique en 2003 qu'en 2002 : sa contribution à la variation de l'emploi serait faible. La réduction du temps de travail produirait en 2003 des effets de court terme encore positifs quoique beaucoup

plus faibles qu'en 2002. Par ailleurs, les autres dispositifs spécifiques en place (formation en alternance, contrat initiative emploi, exonérations de cotisations à l'embauche dont notamment les contrats jeunes en entreprises) auraient des effets positifs en 2003, mais insuffisamment pour compenser la contribution négative à la croissance de l'emploi marchand liée à la fin de l'abattement en faveur de l'embauche à temps partiel.

Les destructions d'emplois se poursuivraient dans l'industrie

Après s'être légèrement atténué au second semestre de 2002, le recul de l'emploi salarié dans l'industrie s'est de nouveau accentué au premier semestre de 2003, en lien avec la baisse de l'activité dans ce secteur en fin d'année. Au premier trimestre de 2003, les effectifs salariés industriels ont reculé de 0,8%, après -0,3% au quatrième trimestre de 2002. Selon l'indicateur mensuel issu des déclarations de





mouvements de main d'œuvre (DMMO), l'emploi salarié dans les établissements industriels de 50 salariés ou plus continue de reculer au mois d'avril : -0,2% après -0,2% au mois de mars (cf. graphique 4). Par ailleurs, le solde d'opinion des chefs d'entreprises sur les perspectives d'emploi continue de se détériorer (cf. graphique 5). Ainsi au total sur 2003, les pertes d'emplois salariés dans l'industrie manufacturière se poursuivraient au rythme de -2,3% en glissement annuel.

L'emploi salarié progresserait légèrement dans la construction

L'emploi salarié dans la construction (non compris les intérimaires employés dans le secteur) progresserait au premier semestre de 2003 à un rythme identique à celui enregistré au second semestre de l'année précédente (+0,1). L'opinion des chefs d'entreprises concernant les perspectives d'emploi continue à être relativement stable (cf. graphique 5). Quant à l'activité dans le secteur, elle se redresserait très progressivement. Finalement, les effectifs salariés dans la construction stagneraient sur la seconde partie de l'année. Sur l'ensemble de l'année 2003, l'emploi salarié dans ce secteur progresserait de +0,1% en glissement annuel, après +0,2% en 2002.

L'emploi salarié dans le tertiaire marchand ralentirait

Au début de 2003, le secteur tertiaire concurrentiel a enregistré des pertes d'emplois salariés. Les effectifs salariés intérimaires ont en effet reculé de 7,1% au premier trimestre de 2003, faisant plus que compenser la progression de +4,6% au quatrième trimestre de 2002 (cf. graphique 6).

Au premier semestre, l'emploi salarié dans le tertiaire marchand reculerait de l'ordre de -0,1%, puis accélérerait de nouveau pour atteindre une progression de +0,6% au second semestre. Cette augmentation marque néanmoins un ralentissement par rapport aux évolutions observées l'année dernière, proches en moyenne de +0,8%. Ceci reflète la dégradation des perspectives d'emploi, selon les chefs d'entreprise dans le commerce et les services aux entreprises (cf. graphique 5). Finalement, sur l'ensemble de l'année 2003, l'emploi salarié du tertiaire marchand enregistrerait une progression de +0,5% en glissement annuel, poursuivant le ralentissement enregistré l'année précédente.

L'emploi reculerait dans le tertiaire non marchand

En 2003, les effectifs salariés non marchands seraient quasiment stables (+0,1% en glissement annuel après +1,0% en 2002). Le flux de passage aux 35 heures s'atténuerait dans la fonction publique (hôpitaux, ...). Les emplois aidés contribueraient aussi au ralentissement en raison notamment du repli des Emploi Jeunes, tandis que le nombre de nouveaux Contrats Emploi-Solidarité se replierait également quelque peu en 2002.

L'emploi total reculerait en 2003

En 2003, l'emploi non salarié continuerait de diminuer. En particulier, la baisse structurelle de l'emploi non salarié agricole se poursuivrait et le secteur tertiaire enregistrerait des pertes d'emplois non salariés à un rythme comparable à celui de l'année précédente.

Ainsi, après avoir nettement ralenti en 2002, l'emploi total reculerait de 0,3% en 2003, soit environ 60 000 pertes d'emplois. ■



Chômage

À la fin du mois d'avril 2003, le nombre de chômeurs au sens du BIT s'est établi à 2 512 000 personnes. Le chômage, qui s'était stabilisé entre juillet et octobre 2002, a augmenté plus nettement au cours des six mois suivants, avec près de 90 000 chômeurs de plus. Au total, dans un contexte de stabilisation de l'emploi total, le taux de chômage a augmenté de 0,4 point en un an d'avril 2002 à avril 2003 ; fin avril 2003, il s'est établi à 9,3%.

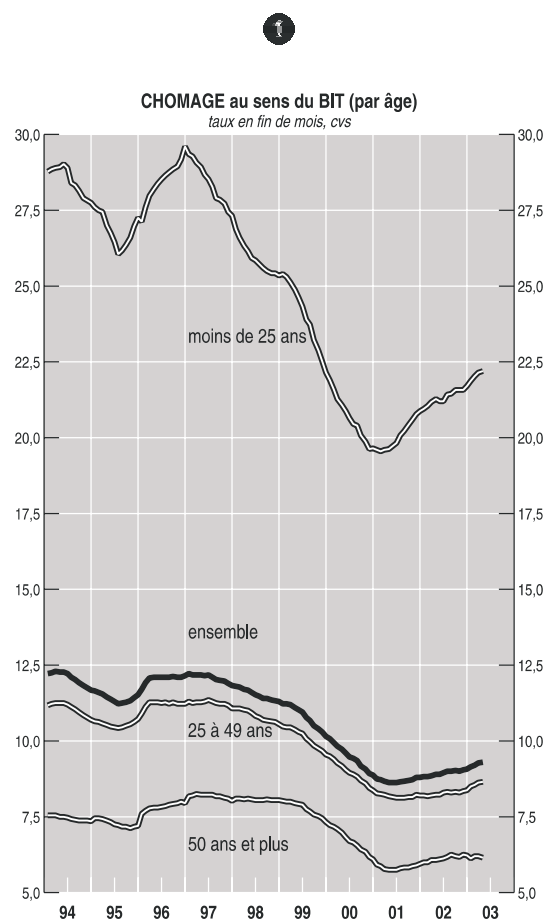
L'augmentation du chômage affecte essentiellement les hommes quel que soit leur âge (100 000 hommes de plus en un an) alors que les femmes sont relativement épargnées (20 000 femmes de plus sur un an).

Avec le léger recul de l'emploi total, le taux de chômage continuerait d'augmenter au cours des prochains mois. Malgré une population active en moindre progression, il s'élèverait à 9,4% en juin 2003 et à 9,6% à la fin de l'année.

Après une stabilisation, le chômage augmente à nouveau sensiblement depuis six mois

La remontée du chômage, entamée à la mi-2001, avait marqué une pause entre juillet et octobre 2002. Le nombre de chômeurs augmente à nouveau sensiblement depuis, de près de 90 000 personnes en six mois. Le taux de chômage au sens du BIT a ainsi augmenté de 0,2 point en quatre mois depuis le début de l'année 2003, soit autant qu'au second semestre de 2002. Il s'établit à 9,3% de la population active en avril 2003.

L'affaiblissement du marché du travail au cours des derniers mois est perceptible dans les flux d'entrées et de sorties des demandeurs d'emplois en fin de mois à l'Agence nationale pour l'emploi (ANPE). Globalement, les entrées se sont stabilisées à un niveau élevé depuis six mois : environ 380 000 entrées sont enregistrées chaque mois en moyenne, contre 360 000 durant les six mois précédents. Les premières entrées à l'ANPE ont notamment augmenté d'environ 15% au cours des six derniers mois, par rapport aux six mois précédents. Les entrées pour licenciement autre qu'économique continuent d'augmenter régulièrement. En revanche, les entrées à la suite d'un licenciement pour cause économique, qui s'étaient fortement accrues entre la mi-2001 et avril 2002 parallèlement à la remontée du chômage, ont



diminué d'environ 12% au cours des six derniers mois. Enfin, les entrées à la suite d'une fin de contrat à durée déterminée, qui représentent plus du quart des motifs d'inscription, avaient fortement augmenté entre septembre 2002 et janvier 2003 ; elles ont légèrement diminué depuis trois mois. Les entrées consécutives à une fin de mission d'interim sont stables à un niveau élevé depuis le début de l'année 2002. S'agissant des sorties de l'ANPE, elles se sont stabilisées depuis août 2002. Les reprises d'emploi sont notamment en augmentation depuis le début de l'année 2003, après s'être affaiblies au second semestre de 2002 ; elles restent néanmoins à un niveau assez bas depuis la mi-2001 (environ 250 000 sorties pour reprise d'emploi par trimestre environ).

Le chômage des jeunes continue de remonter régulièrement

En avril 2003, le taux de chômage des jeunes est en hausse d'un point sur un an, soit +1,4 point chez les jeunes hommes et +0,3 point chez les jeunes femmes. Il s'est ainsi établi à 22,2% pour les actifs de moins de 25 ans (20,5% des jeunes hommes et 24,5% des jeunes femmes), retrouvant son niveau de décembre 1999.

Les fluctuations conjoncturelles du marché du travail sont en effet traditionnellement plus marquées pour les jeunes que pour leurs aînés. En mars 2002, 42% des jeunes salariés occupaient un emploi « à durée limitée » ⁽¹⁾ contre seulement 8% des salariés adultes. Or ce type d'emploi s'ajuste plus rapidement aux fluctuations de l'activité. En outre, le travail temporaire, qui s'est replié de près de 5% entre août 2002 et avril 2003, concerne davantage les jeunes hommes que les jeunes femmes. Le chômage des jeunes hommes a ainsi augmenté régulièrement, d'environ 20 000 sur un an en avril 2003 ; celui des jeunes femmes a en revanche progressé de moins de 5 000 sur la même période. Cette remontée du chômage des jeunes s'explique également par la fin de la montée en charge du dispositif emplois-jeunes, et par le moindre dynamisme sur un an des contrats en alternance. La hausse des contrats en alternance, inscrite dans la loi de finances pour 2003, ne prendrait effet qu'au second semestre.

Le chômage des 25 à 49 ans augmente plus nettement pour les hommes que pour les femmes

Fin avril 2003, le taux de chômage des actifs de 25 à 49 ans s'établit à 8,7%. En hausse de 0,6 point sur un an, celui des hommes a retrouvé son niveau de décembre 1999 (à 7,8%), tandis que celui des femmes a augmenté de 0,2 point sur un an (à 9,6%).

Le contraste entre hommes et femmes est en effet plus sensible pour les personnes de 25 à 49 ans. En lien avec le fort ralentissement des créations totales d'emplois et plus particulièrement avec la baisse des effectifs dans l'industrie, le chômage des hommes de cette catégorie d'âge est en hausse régulière depuis mai 2001. Il a ainsi augmenté de 60 000 sur l'ensemble de l'année 2002, puis de 35 000 en

quatre mois depuis le début de l'année 2003. Le nombre de femmes de 25 à 49 ans au chômage avait au contraire poursuivi sa lente diminution au cours du premier semestre de 2002 (soit 330 000 personnes de moins au total depuis mars 1996), puis s'était stabilisé au second semestre de 2002 ; il a légèrement augmenté, d'environ 15 000, entre janvier et avril 2003. Cette évolution est à relier à celle de l'emploi salarié tertiaire marchand, majoritairement féminin (55% de femmes fin 2001, contre 30% dans l'industrie) : en hausse de 1,5 % sur l'ensemble de l'année 2002, puis en légère diminution au premier trimestre de 2003 (-0,2%).

Le chômage des 50 ans et plus se stabilise

Le taux de chômage de 50 ans et plus s'est stabilisé depuis le début de l'année 2003 (6,2% en avril 2003). Cette stabilisation est à rapprocher de celle des entrées dans les dispositifs de préretraite sur la même période, après plusieurs années de reflux.

La hausse du chômage se poursuivrait au second semestre de 2003

L'accroissement de la population active potentielle ⁽²⁾ serait bien moins fort en 2003 que les années précédentes (+110 000 contre +200 000 en 2002 et +240 000 en 2001). L'augmentation tendancielle de la population active continuerait en effet de s'atténuer (+130 000 sur l'année contre +150 000 en 2002 et +190 000 en 2001). En outre, la conjoncture morose se traduirait par un effet de flexion à la baisse des taux d'activité, décourageant environ 25 000 personnes supplémentaires d'entrer sur le marché du travail sur l'ensemble de l'année 2003. Enfin, les effets du recul des dispositifs de retrait d'activité sur l'augmentation des ressources en main d'œuvre ne

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

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

TAUX DE CHÔMAGE AU SENS DU BIT⁽¹⁾

	Niveaux en fin de période, CVS											(en %)		
	2001				2002				2003			Moyennes annuelles		
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	2 ^e S.	2001	2002	2003
Ensemble	8,7	8,6	8,7	8,8	8,9	9,0	9,0	9,1	9,3	9,4	9,6	8,7	8,9	9,4
Moins de 25 ans	19,6	19,8	20,4	20,9	21,2	21,2	21,6	21,7	22,1	-	-	20,0	21,3	-
25 à 49 ans	8,2	8,1	8,1	8,2	8,2	8,3	8,3	8,4	8,6	-	-	8,2	8,3	-
50 ans et plus	5,8	5,8	5,8	5,9	6,1	6,1	6,2	6,2	6,2	-	-	5,8	6,1	-

Prévision

(1) Les taux de chômage ne tiennent pas compte des résultats de l'enquête emploi en continu (à paraître en juillet 2003).

Bouclage de la population active

	Glissements semestriels, en milliers - CVS						Glissements annuels, en milliers - Brut			
	2001		2002		2003		2000	2001	2002	2003
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.				
Emploi total	+161	+117	+60	+45	-71	+12	+619	+283	+108	-64
Contingent	-11	-14	0	0	0	0	-41	-24	0	0
(1) Emploi total (y.c. contingent)	+150	+103	+60	+45	-71	+12	+578	+259	+108	-64
dont : - Emploi salarié concurrentiel	+144	+89	+17	+52	-61	+23	+569	+238	+72	-38
- Emploi non marchand aidé	-15	-4	+19	-32	-34	-35	+3	-18	-13	-72
(2) Chômage au sens BIT	-62	+63	+48	+41	+90	+70	-317	+10	+94	+160
(3) Population active observée = (1)+(2)	+88	+166	+108	+86	+19	+82	+261	+269	+202	+97
(4) Projection de population active tendancielle	+96	+95	+79	+69	+64	+62	+182	+191	+148	+126
(5) Effet de flexion du chômage	+1	+1	-6	-6	-13	-12	+52	+3	-13	-25
(6) Effet des mesures de politique de l'emploi	+10	+35	+31	+27	+5	+5	+31	+45	+63	+10
(7) Population active potentielle = (4)+(5)+(6)	+108	+131	+104	+89	+56	+55	+264	+239	+198	+111
(7) Défaut de bouclage = (3)-(7)	-20	+35	+4	-3	-37	+27	-3	+30	+4	-14

Prévision

pèseraient pratiquement plus sur la population active potentielle : ils seraient d'environ +10 000 en 2003 contre +65 000 sur l'ensemble de l'année dernière. Les sorties du dispositif de l'Allocation de remplacement pour l'emploi (ARPE) seraient en effet moins nombreuses en 2003 (environ -20 000 contre -35 000 en 2002). La baisse du nombre de préretraités de l'Allocation spécifique du fonds national pour l'emploi (ASFNE) serait également plus faible (-5 000 environ contre -10 000 en 2002). Par ailleurs, le nombre de bénéficiaires du dispositif de Cessation anticipée de certains travailleurs salariés (CATS) poursuivrait sa progression. Le nombre de bénéficiaires de stages d'insertion et de formation à

destination des chômeurs serait quant à lui quasiment stable, conformément aux objectifs fixés dans la loi de finances pour 2003.

Dans un contexte de quasi-stabilisation de l'emploi total au second semestre de 2003, le ralentissement de la population active potentielle ne suffirait pas à empêcher la hausse du chômage (+160 000 environ sur l'année). Le taux de chômage augmenterait encore d'environ 0,2 point au cours du second semestre de 2003, après 0,3 point au premier semestre ; il s'établirait ainsi à 9,4% fin juin et 9,6% à la fin de l'année 2003, retrouvant son niveau de mai 2000. ■

LA NOUVELLE ENQUÊTE EMPLOI

L'Insee réalise depuis juillet 2001 une enquête emploi trimestrielle « en continu », qui remplace l'enquête emploi annuelle à partir du 1^{er} janvier 2003. L'enquête emploi est la seule source qui permette de mesurer le nombre de chômeurs au sens du Bureau International du Travail (BIT), c'est-à-dire les personnes n'ayant pas travaillé au cours de la semaine de référence, ayant effectué au cours du mois précédent des démarches pour trouver un travail, et disponibles pour travailler immédiatement.

Environ 35 000 ménages répondent chaque trimestre à la nouvelle enquête, contre 75 000 dans l'enquête annuelle. Les interrogations sont réparties uniformément sur toutes les semaines du trimestre, d'où l'appellation « enquête emploi en continu ». La partie du questionnaire portant sur l'activité est désormais identique dans tous les pays de l'Union Européenne, ce qui permettra de meil-

leures comparaisons entre pays. Le questionnaire inclut en outre de nouvelles questions, notamment sur la multi-activité et sur les transitions infra-annuelles entre emplois ou entre emploi et chômage. La nouvelle enquête permettra ainsi la mesure du chômage au sens du BIT tout au long de l'année, le suivi des transitions sur le marché du travail (une personne est interrogée six trimestres d'affilée) et la mesure du nombre d'heures travaillées tout au long de l'année. La publication des premiers résultats de la nouvelle enquête aura lieu début juillet, en même temps que la révision habituelle des séries de taux de chômage. Ces dernières seront révisées suite à la ré-estimation des coefficients saisonniers. En outre, elles étaient jusqu'à maintenant recalées sur les résultats de l'enquête emploi annuelle ; elles seront cette année recalées sur la moyenne annuelle de 2002 de l'enquête trimestrielle. ■

Salaires

Depuis juin 2001, le salaire mensuel de base (SMB) dans les entreprises d'au moins 10 salariés des secteurs concurrentiels non agricoles progresse à un rythme régulier, son glissement annuel oscillant entre 2,5 et 2,6%. Fin mars 2003, il s'établit à 2,5%.

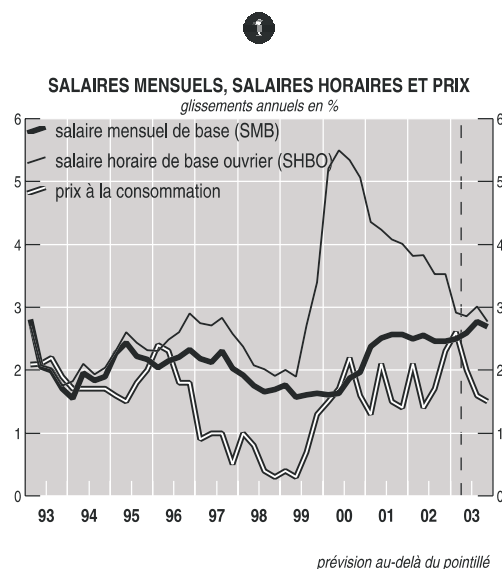
D'ici la fin de l'année 2003, malgré la hausse prévue du chômage qui pèserait sur les revendications salariales, la croissance du SMB augmenterait légèrement, sous l'impulsion de l'accélération passée des prix de fin 2002 et début 2003, et de la revalorisation des minima légaux le 1^{er} juillet prochain. Le glissement annuel du SMB atteindrait ainsi 2,7 % en fin d'année 2003.

En raison de l'infléchissement de la baisse de la durée du travail, le salaire horaire de base ouvrier (SHBO) a continué de décélérer au premier trimestre de 2003, son glissement annuel atteignant 2,9%, contre 3,8% un an plus tôt. La durée moyenne hebdomadaire du travail se stabilisant en 2003, il se situerait à 2,8% en fin d'année.

Début 2003, la progression des salaires est restée soutenue, dans un contexte d'inflation temporairement accrue

Selon les résultats de l'enquête trimestrielle Acemo du ministère des affaires sociales, du travail et de la solidarité, l'évolution en glissement annuel du salaire mensuel brut de base s'établit à 2,5% fin décembre 2002. Cette évolution est stable depuis juin 2001. En 2002, la hausse des salaires a été favorisée par l'atténuation progressive de la modération salariale liée à la réduction du temps de travail (RTT). En effet, l'impact sur les salaires de la baisse de la durée légale dans les entreprises de 20 salariés ou moins début 2002 a été plus faible ⁽¹⁾ que l'effet de la sortie de la période de gel ou de modération des salaires pour les salariés passés aux « 35 heures » suite à la baisse de la durée légale dans les entreprises de plus de 20 salariés début 2000 ⁽²⁾.

Selon les résultats provisoires de l'enquête Acemo, le salaire mensuel de base (SMB) a progressé de 0,9% sur le premier trimestre 2003 (de décembre 2002 à mars 2003) et de 2,5% sur un an (de mars 2002 à mars 2003).



Début 2003, la croissance des salaires a été favorisée par l'accélération des prix à la consommation enregistrée fin 2002 et début 2003 (+2,6% en glissement annuel en mars 2003, après +2,3% en décembre 2002 et +1,8% en septembre). Les nouvelles dispositions sur le recours et la rémunération des heures supplémentaires y ont également contribué ⁽³⁾. En revanche, la hausse du taux de chômage (9,3% en mars 2003, après 9,1% en décembre 2002 et 9,0% en septembre) a probablement pesé sur les évolutions salariales.

(1) En partie en raison de la faible représentativité des entreprises de moins de 20 salariés (10% des effectifs) dans le champ de l'enquête Acemo, l'enquête portant uniquement sur les entreprises de 10 salariés et plus.

(2) Une grande partie des entreprises ayant signé un accord de réduction du temps de travail avait en effet prévu un gel ou une augmentation moindre des salaires, pendant une période d'au moins deux ans en moyenne. Pour les salariés passés aux « 35 heures » selon les modalités de la loi « Aubry 1 », la moitié des accords prévoyait un gel des salaires. Cette proportion est d'un tiers pour les salariés concernés par un accord « Aubry II » (cf. « Les modalités de passage à 35 heures », Premières Synthèses n°06.3, Dares, février 2002).

(3) Il s'agit de la disposition modifiant la règle de compensation des heures supplémentaires à défaut d'accord d'entreprise, qui prévoit de remplacer la compensation en heures de repos par des majorations salariales. L'estimation de l'impact est de 0,1% à la hausse sur le SMB au premier trimestre de 2003 toutes choses égales par ailleurs. Cette estimation est soumise à des hypothèses fortes sur la stratégie des entreprises par rapport à ce changement de législation (cf. encadré « Les dispositions d'assouplissement des 35 heures », note de conjoncture de décembre 2002, p. 83).

Le salaire horaire ouvrier poursuit son ralentissement

Selon les résultats provisoires de l'enquête Acemo, le SHBO a poursuivi son ralentissement, progressant de 2,9% en glissement annuel fin mars 2003, contre +3,8% un an plus tôt. Cette décélération est mécaniquement liée à l'atténuation de la baisse de la durée du travail. En effet, celle-ci s'établit à environ 35,7 heures fin mars 2003, soit une baisse de 0,3% par rapport à mars 2002, après une baisse de 1,3% de mars 2001 à mars 2002.

Le nouveau système de revalorisation des minima légaux mis en place au 1^{er} juillet 2003 contribuera à soutenir la croissance des salaires au second semestre

Au 1^{er} juillet 2003 rentrera en vigueur le nouveau mode de revalorisation du Smic horaire et des garanties mensuelles de rémunération pour les salariés passés aux « 35 heures » avec pour objectif, au 1^{er} juillet 2005, de réaliser la convergence du Smic mensuel calculé sur la base de 35 heures hebdomadaires et des différentes garanties mensuelles (*cf. encadré*). Ainsi, avec l'hypothèse d'un glissement annuel de l'indice des prix à la consommation (hors tabac, pour les ménages ouvriers ou employés) de 1,7 % en mai 2003, les salariés rémunérés au voisinage des minima légaux encore à « 39 heures » béné-

ficieraient d'une hausse de 5,4 % du Smic horaire et ceux à « 35 heures » bénéficieraient d'une hausse de 1,7% à 3,3% de leur garantie mensuelle de rémunération, selon la date de mise en œuvre effective de la réduction du temps de travail. La revalorisation moyenne des salariés rémunérés au niveau des minima légaux est estimée à 3,7% pour l'ensemble des salariés et à 3,5% pour les salariés des entreprises de 10 salariés ou plus (champ de l'enquête Acemo). Au 1^{er} juillet 2002, la revalorisation moyenne avait été de 2% pour les salariés du champ Acemo.

Grâce à cette forte revalorisation des minima légaux et en raison d'un rattrapage de pouvoir d'achat attendu après l'accélération des prix à la consommation entre fin 2002 et début 2003, le SMB accélérerait d'ici la fin de l'année. Toutefois cette accélération serait tempérée par la poursuite de la hausse du chômage, qui continuerait de peser sur le pouvoir de négociation des syndicats et sur les revendications salariales. Le SMB progresserait ainsi de 2,7% de décembre 2002 à décembre 2003, après une hausse de 2,5% de décembre 2001 à décembre 2002.

Avec une progression des salaires quasi stable, les mouvements du pouvoir d'achat du SMB reflètent les évolutions volatiles des prix à la consommation. En moyenne, sur l'année 2003, l'évolution du pouvoir d'achat du SMB (+0,6%) serait proche de celle de 2002.

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

	Glissements trimestriels						Glissements annuels			Moyennes annuelles		
	2002		2003				2001			2001		
	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Données non CVS (en fin de mois)												
Indice des traitements bruts de la Fonction publique	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	1,3	0,0	1,0	1,4	0,7
Indice brut en pouvoir d'achat	-0,4	0,3	-1,3	0,1	0,0	-0,3	0,0	-1,0	-1,6	-0,7	-0,5	-1,2
Salaire mensuel de base (S.M.B) ⁽¹⁾	0,6	0,4	0,9	0,7	0,8	0,3	2,6	2,5	2,7	2,4	2,5	2,6
S.M.B en pouvoir d'achat	0,3	0,0	-0,4	0,8	0,8	0,0	1,2	0,2	1,2	0,8	0,7	0,6
S.M.I.C (horaire)	2,4	0,0	0,0	0,0	5,4	0,0	4,1	2,4	5,4	3,6	3,2	3,9
Garantie mensuelle (salariés passés aux 35 heures) ⁽²⁾	1,8	0,0	0,0	0,0	2,3	0,0	2,9	1,8	2,3	2,2	2,3	2,1
Indice des prix à la consommation (tous ménages, y compris tabac)	0,4	0,4	1,3	-0,1	0,0	0,3	1,4	2,3	1,6	1,7	1,9	1,9
Données CVS (moyennes trimestrielles)												
Salaire moyen par tête (SMPT) ⁽³⁾												
- dans les Administrations publiques (APU)	0,4	0,4	0,9	0,4	0,6	0,4	4,2 ⁽⁴⁾	2,1	2,3	3,9	2,9	2,3
- dans le secteur concurrentiel non agricole (EB-EP)	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	3,0	2,2	2,4	3,0	2,4	2,3

■ Préviation

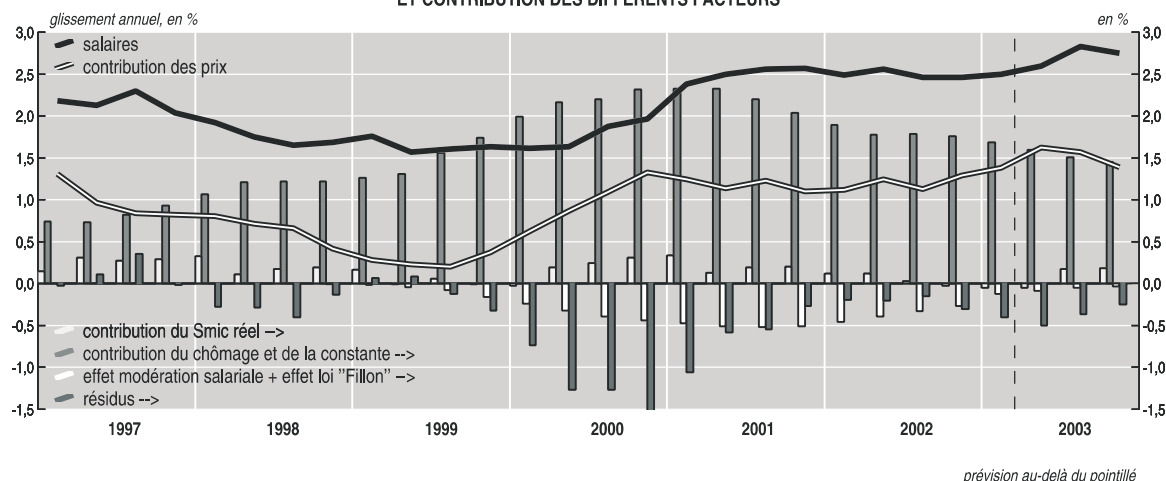
(1) Le salaire mensuel de base (SMB) est mesuré par l'enquête Acemo et porte sur les entreprises du secteur concurrentiel non agricole ayant un effectif de 10 salariés ou plus.

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

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

(4) En 2001, la progression du SMPT dans les Administrations publiques est rehaussée par un effet de structure lié à la décroissance importante des effectifs du contingent, faiblement rémunérés.

TAUX DE CROISSANCE DU SMB ET CONTRIBUTION DES DIFFÉRENTS FACTEURS



Note :

Les contributions sont calculées à partir du modèle économétrique de prévisions des évolutions de salaires de l'Insee (cf. dossier "Prévoir l'évolution des salaires en France", Note de conjoncture de mars 2002). Les effets de la modération salariale entraînée par la réduction du temps de travail, ainsi que l'effet des dispositions sur les heures supplémentaires contenues dans la loi Fillon sont estimés par ailleurs, à partir de données sur la durée moyenne du travail obtenue par les enquêtes Acemo.

Les résidus sont constitués de la part inexpliquée par les déterminants usuels de l'évolution des salaires (l'évolution des prix, le taux de chômage et l'évolution des minima légaux) et par les effets des dispositions légales sur le temps de travail (lois "Aubry" et "Fillon"). Les résidus importants constatés sur l'année 2000 pourraient en partie s'expliquer par le fait que les agents économiques (ici les employeurs et les syndicats) ont été surpris par l'accélération rapide de l'inflation, suite à la hausse des prix des produits pétroliers au cours de l'été 1999.

L'évolution des salaires horaires se rapprocherait de celle des salaires mensuels : la progression du SHBO serait de 2,8% entre décembre 2002 et décembre 2003, après une hausse de 3,5% entre décembre 2001 et décembre 2002. La durée moyenne hebdomadaire du travail se stabiliserait en effet en 2003 car les assouplissements apportés et le nouveau système d'allègement de charges, qui accompagne la convergence des différents « Smics » favoriserait moins le passage aux 35 heures. Ainsi, les entreprises encore aux « 39 heures » ne sont en général plus incitées à réduire la durée de travail de leurs salariés (cf. encadré).

Les salaires ralentiraient en 2003 dans les administrations publiques

Après une progression de 1,3% en 2002, l'indice des traitements de la Fonction publique d'État resterait inchangé sur l'année 2003. Cependant, compte tenu des autres éléments de rémunération (primes, indemnités, heures supplémentaires...) et des effets de structure (Glissement Vieillesse Technicité), le salaire moyen par tête (SMPT) dans les administrations publiques progresserait en moyenne annuelle sur l'année 2003 (+2,3% après +2,9% en 2002). ■

ENCADRÉ : EFFET SUR LES SALAIRES ET SUR LE COÛT DU TRAVAIL DE L'HARMONISATION DES SALAIRES MINIMAUX

Le système du multi-Smic visait à garantir le salaire mensuel au niveau du Smic lors du passage à 35 heures

La seconde « loi Aubry » ⁽¹⁾ a défini les modalités d'un système par lequel le pouvoir d'achat du niveau mensuel des bas salaires devait être préservé lors de leur passage à 35 heures. Dans ce système a été créée une garantie pour chaque salarié payé au niveau du Smic avant réduction du temps de travail (RTT), sur la base de 169 heures par mois (correspondant à 39 heures par semaine), afin de maintenir au moins le niveau de son salaire mensuel lorsqu'il passe à 35 heures.

Le processus de diffusion des 35 heures se faisant sur plusieurs années, chaque nouvelle augmentation du Smic horaire a fait apparaître un nouveau niveau de salaire mensuel minimum à garantir pour les salariés passant à 35 heures au cours de l'année. Il a donc été créé autant de garanties que de relèvements du Smic horaire depuis le 1^{er} juillet 1998, correspondant à autant de générations d'entreprises passées à 35 heures. Ainsi, début 2003, 6 niveaux de salaires mensuels minima co-existent (cf. *tableau 1*) : aux 5 garanties mensuelles de rémunération (GMR) actuellement en vigueur, d'un montant différent selon la date de passage de l'entreprise aux 35 heures, s'ajoute le Smic applicable aux salariés à 35 heures non bénéficiaires d'une GMR (embauchés dans une entreprise nouvelle par exemple). Le pouvoir d'achat des garanties était jusqu'au 1^{er} juillet 2002 indexé chaque année sur la moitié de celui du salaire mensuel moyen ⁽²⁾.

La RTT a par ailleurs entraîné des hausses supplémentaires du Smic dans les entreprises restées à 39 heures. Pour les salariés restés à 39 heures, les règles d'indexation du Smic horaire n'ont en effet pas été modifiées, le pouvoir d'achat du Smic horaire étant indexé sur la moitié de celui du salaire horaire de base ouvrier (SBHO). Une majorité de salariés étant passée à 35 heures (80% fin 2002 dans les entreprises de 10 salariés ou plus), la durée moyenne du travail a fortement baissé. Comme le salaire mensuel a été maintenu dans la quasi-totalité des entreprises concernées par la RTT, le salaire horaire a

donc fortement augmenté : plus de +5% par exemple en 2000 pour le SHBO. Les hausses de Smic horaire qui en ont résulté ont plus particulièrement concerné les petites entreprises, qui emploient en proportion beaucoup plus grande des salariés au niveau du Smic et qui sont restées majoritairement à 39 heures.

Le système du multi-Smic a montré plusieurs inconvénients au fur et à mesure de sa mise en place :

- sa complexité : l'existence de multiples cas de salaire minimal, parfois au sein d'une même entreprise, rendait difficiles la compréhension des évolutions de revenu pour les bas salaires, et également celles du coût du travail peu qualifié pour les entreprises ;
- les inégalités de salaires mensuels entre salariés à 35 heures et ceux à 39 heures, au profit de ces derniers ⁽³⁾, les « coups de pouce » n'étant par ailleurs pas envisageables pour remédier à cette inégalité ; inégalités entre les différentes générations de salariés passés à 35 heures, le revenu dépendant de la date de passage à 35 heures de leur entreprise ;
- le problème de l'extinction du système : après avis du conseil d'État, la seconde loi « Aubry » a indiqué que le dispositif devait être transitoire et serait rendu sans objet avant 2005. Sans modification législative du système, il aurait donc fallu revaloriser le Smic horaire en 2005 en fonction de la dernière valeur de la garantie, soit une hausse d'au moins 11% et aligner les premières garanties sur la dernière, soit des hausses différenciées jusqu'à 4% ; tout « coup de pouce » sur le Smic horaire aurait encore accentué les hausses de salaire nécessaires pour que les salaires horaires convergent à l'horizon de 2005.

(1) Loi 2000-37 du 19 janvier 2000.

(2) L'indicateur d'évolution des salaires mensuels retenu par la loi « Aubry II » pour la revalorisation des GMR est le salaire mensuel de base pour les ouvriers (SMBO).

(3) Mais si l'on raisonne en termes horaires l'inégalité se fait au profit des salariés passés à 35 heures.

Tableau 1 : Montants mensuels des Smic et des GMR au 1^{er} juillet 2002 et proportion des salariés concernés

(entre parenthèses : dénomination)	Montant mensuel pour les salariés à temps complet (en euros)	Écart au montant le plus élevé (en %)	Proportion des salariés concernés (*) (en %)
Entreprises passées aux 35 heures...			
... entre le 15 juin 1998 et le 30 juin 1999 (GMR1)	1 101	-4,9	0,3
... entre le 1 ^{er} juillet 1999 et le 30 juin 2000 (GMR2)	1 114	-3,6	2,8
... entre le 1 ^{er} juillet 2000 et le 30 juin 2001 (GMR3)	1 133	-1,8	1,1
... entre le 1 ^{er} juillet 2001 et le 30 juin 2002 (GMR4)	1 148	-0,6	2,9
... depuis le 1 ^{er} juillet 2002 (GMR5)	1 154	0,0	0,3
Smic horaire dans les entreprises à 35 heures	1 036	-11,4	1,0
Smic horaire dans les entreprises à 39 heures	1 154	0,0	5,3
Total	-	-	13,7

(*) Estimation réalisée à partir des enquêtes Acemo du ministère des affaires sociales, du travail et de la solidarité : enquête annuelle sur les bénéficiaires des minima légaux au 1^{er} juillet 2001 ; même enquête et enquêtes trimestrielles Acemo pour les salariés concernés par les GMR4, GMR5 et le Smic horaire ; à partir de 2001, hypothèse de taux de passage aux 35 heures identiques pour les entreprises de 0 à 9 salariés (non observés) et pour celles de 10 à 19 salariés (observés dans les enquêtes Acemo).

ENCADRÉ (SUITE) : EFFET SUR LES SALAIRES ET SUR LE COÛT DU TRAVAIL DE L'HARMONISATION DES SALAIRES MINIMAUX

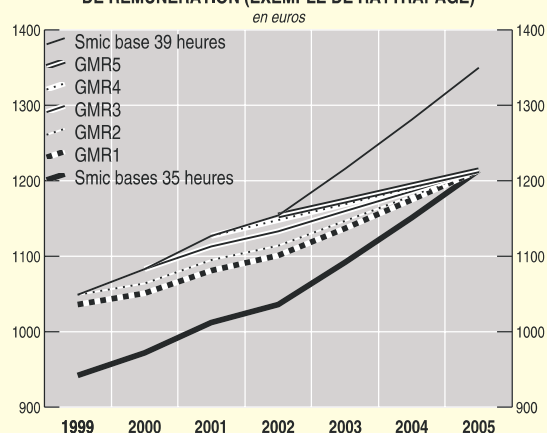
Début 2003, la loi « Fillon » vise à faire converger les salaires minimaux horaires

Sur la base notamment des travaux de la Commission du Plan sur la RTT ⁽⁴⁾, la loi « Fillon » ⁽⁵⁾ a modifié le système du multi-Smic pour qu'au 1^{er} juillet 2005 un seul Smic horaire soit applicable. Pour assurer la convergence des Smics en termes horaires, elle comprend quatre points principaux :

- cesser la création de nouvelles GMR bien avant la date à laquelle le système devient sans objet. La dernière GMR demeure celle créée au 1^{er} juillet 2002 (GMR5) : la rémunération mensuelle minimum de tout salarié passant à 35 heures au delà de cette date est garantie par la GMR5 ;
- aligner « par le haut » les différentes garanties mensuelles des salariés passés à 35 heures : cette convergence des quatre premières GMR sur la GMR5 sera progressive et différenciée entre le 1^{er} juillet 2003 et le 1^{er} juillet 2005 grâce à des « coups de pouce » ;
- revaloriser dorénavant la GMR5 en fonction de la seule évolution des prix ⁽⁶⁾ et la déconnecter de l'évolution du salaire moyen ;
- aligner graduellement le Smic horaire sur la GMR5 par des « coups de pouce » de sorte que, au 1^{er} juillet 2005, le montant mensuel du Smic versé pour une durée du travail de 35 heures par semaine soit équivalent à celui de la GMR5 revalorisée.

Au total, les salariés au Smic encore aux 39 heures obtiendront les hausses les plus importantes, du fait de l'alignement du Smic (à 35 heures) sur la GMR5. L'écart au 1^{er} juillet 2002 entre la GMR5 (équivalente au Smic horaire sur la base de 39 heures) et le Smic sur la base de 35 heures est de 11,4% (soit 39/35-1) : les revalorisations engagées sur 3 ans seront donc de l'ordre de 3,7% par an si elles sont uniformes, auxquelles seront ajoutées les hausses des prix. Sous l'hypothèse d'une hausse annuelle des prix de 1,7% par an, les hausses du Smic horaire atteindraient en moyenne +5,4% par an pendant 3 ans.

A
MONTANT DU SMIC ET DES GARANTIES MENSUELLES
DE REMUNERATION (EXEMPLE DE RATRAPAGE)



Hypothèses :

- +1,7% d'inflation annuelle entre 2002 et 2005 ;
- pas de coups de pouce sur le Smic autres que ceux, supposés uniformes, nécessaires à la convergence.

Sans refonte du système, les revalorisations du Smic horaire auraient été moindres : si l'on fait la même hypothèse sur les prix (+1,7%), et celle d'une revalorisation du pouvoir d'achat du salaire horaire de l'ordre de 1% par an, elles auraient été de 2,2%. L'« effet » de la refonte

(4) Cf. Rapport de la commission du Commissariat Général du Plan présidée par H. Rouilleault, « La documentation française », juin 2001.

(5) Loi 2003-47 du 17 janvier 2003 relative aux salaires, au temps de travail et au développement de l'emploi.

(6) Plus précisément celle de l'indice de référence : prix à la consommation des ménages urbains dont le chef est ouvrier ou employé, hors tabac.

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

	Revalorisation calculée selon la loi « Fillon » (prévision) (1)	Revalorisation calculée selon l'ancien système (2)	Différence (1)-(2)	Part dans l'effectif total des salariés au Smic (*)	Part dans l'effectif total des salariés au Smic (*) Entreprises de 10 salariés ou plus
Minimum légal					
Smic horaire	+5,4	+2,3	+3,1	46	32
GMR1	+3,3	+2,1	+1,2	2	3
GMR2	+2,9	+2,1	+0,8	21	34
GMR3	+2,3	+2,1	+0,2	8	14
GMR4	+1,9	+2,1	-0,2	21	15
GMR5	+1,7	+2,1	-0,4	2	2
Moyennes					
Champ de l'enquête (>10)	+3,5	+2,2	+1,3	-	-
Champ toutes tailles	+3,8	+2,2	+1,6	-	-

Hypothèses :

(1) pas de coups de pouce sur le Smic autres que ceux, supposés uniformes, nécessaires à la convergence.

(2) pas de coups de pouce sur le Smic horaire.

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

serait donc de l'ordre de +3,1% par an sur le Smic horaire (en termes nominaux comme en pouvoir d'achat), soit +9,7% sur 3 ans.

Pour leur part, les salariés au Smic passés ou qui passeront aux 35 heures après le 1^{er} juillet 2002 bénéficieront de moindres augmentations puisque leur rémunération mensuelle sera uniquement revalorisée de la hausse des prix. Le rattrapage des autres garanties se traduira par des augmentations de salaires supérieures pour les salariés passés aux 35 heures précocement. Ainsi le pouvoir d'achat de la GMR1 gagnerait en moyenne +1,6% par an, alors que les hausses des GMR2, GMR3 et GMR4 seraient respectivement de +1,2%, +0,6% et +0,2%.

Avant la refonte, les hausses en termes réels auraient été de l'ordre de 0,5% si l'on fait l'hypothèse d'une hausse du pouvoir d'achat des salaires moyens de l'ordre de 1% par an. L'« effet » de la sortie du multi-Smic serait donc profitable aux salariés concernés par les garanties GMR 1, 2 et 3 dans des entreprises ayant effectué une RTT avant la mi-2001.

L'harmonisation des minima salariaux en termes horaires commencera dès leur prochaine revalorisation, au 1^{er} juillet 2003. Compte tenu d'une augmentation des prix à la consommation ⁽⁷⁾ de 1,7% de mai 2002 à mai 2003, le Smic horaire et les garanties mensuelles pourraient être revalorisés au 1^{er} juillet 2003 comme indiqué dans le tableau 2, si les « coups de pouce » sont uniformes sur trois ans : +5,4% pour les Smic horaire et entre +1,7% et +3,3% pour les différentes garanties.

La revalorisation moyenne des salariés rémunérés au niveau du Smic ou des garanties mensuelles de rémunération serait ainsi de +3,8% (dont +1,7 % d'effet prix). Sans la « loi Fillon », la revalorisation moyenne des minima légaux sans coup de pouce aurait été de +2,2%. L'impact de la « loi Fillon » sur le salaire minimum moyen au 1^{er} juillet 2003 peut donc être estimé à 1,6 point (3,8% - 2,2%). Il en serait de même au 1^{er} juillet 2004 et au 1^{er} juillet 2005. Sur le champ des entreprises de 10 salariés et plus (champ de l'enquête Acemo), la revalorisation moyenne des minima légaux serait un peu plus faible : +3,5%, soit 1,3 point de plus que celle calculée sans changement de loi.

Un effet sur le salaire moyen de l'ordre de 0,15 point à la hausse au 1^{er} juillet 2003

Compte tenu des effets comptables de hausse des salaires minima, mais aussi de diffusion aux autres salaires pour tenir compte notamment des hiérarchies salariales, le mécanisme d'harmonisation va avoir un impact sur l'évolution des salaires moyens.

Selon l'estimation économétrique utilisée par l'Insee pour prévoir le salaire mensuel de base (SMB) ⁽⁸⁾ - pour les entreprises de 10 salariés et plus -, une hausse de 1% du Smic entraîne une augmentation supplémentaire de 0,11% du SMB. Les premiers effets sur le SMB du méca-

nisme d'harmonisation au 1^{er} juillet 2003 seraient ainsi une hausse qui serait de l'ordre de 0,15 point ⁽⁹⁾. L'effet sur le salaire moyen par tête (SMPT) dans les secteurs concurrentiels serait légèrement plus élevé. Cet indicateur, estimé par les comptes nationaux trimestriels, porte en effet sur l'ensemble du champ, y compris les entreprises de moins de 10 salariés. Or celles-ci sont majoritairement restées à 39 heures et emploient comparativement plus de salariés au niveau du Smic (30% des salariés sont aux minima légaux dans ces entreprises contre 13,9% dans l'ensemble), elles devraient donc être davantage concernées par les hausses du Smic horaire.

L'effet sur le coût du travail sera différencié selon les entreprises et difficilement chiffrable au niveau macro-économique

Dans le coût du travail, les augmentations de salaires seront néanmoins compensées au moins en partie par un nouveau dispositif d'allègement de cotisations employeurs de sécurité sociale, qui sera en 2005 accordé à toutes les entreprises sans condition liée à la durée collective du travail pratiquée :

- pour les entreprises à 35 heures, l'allègement prévu par la « loi Aubry II » sera remplacé au 1^{er} juillet 2003 par le nouvel « allègement Fillon », recentré sur les bas salaires : le montant maximal d'exonération sera fixé à 26% du salaire au niveau du Smic, soit à un niveau équivalent à celui du montant prévu dans la loi Aubry II (cf. graphique B). Jusqu'à 1,35*Smic, l'allègement Fillon est supérieur ou égal à l'allègement Aubry. Pour les salaires supérieurs à 1,35*Smic, l'allègement Fillon sera moins avantageux. Il s'annule au niveau de 1,7*Smic, alors que l'allègement Aubry II atteint un plancher de 610 € par salarié à partir de 1,8*Smic. Il sera cumulable avec les seuls dispositifs suivants : les aides incitatives « Aubry I » et « Robien », pour les entreprises qui ont anticipé la RTT avant la baisse de la durée légale, et la réduction portant sur l'avantage en nature dans les hôtels, cafés et restaurants ;
- pour les entreprises restées aux 39 heures, le projet de loi prévoit le même allègement que pour les entreprises déjà passées « aux 35 heures » au 1^{er} juillet 2005. D'ici là, un dispositif transitoire est institué à partir du 1^{er} juillet 2003, avec un allègement maximal de 20,6% du salaire (23,4% au 1^{er} juillet 2004), et une dégressivité jusqu'à 1,5*Smic (1,6*Smic au 1^{er} juillet 2004). Pour ces entreprises, cet allègement est plus avantageux que la ristourne « Juppé » dont elles bénéficiaient auparavant (18,2% d'allègement maximal et dégressivité jusqu'à 1,3 fois le Smic), et ceci à tous les niveaux de salaires (cf. graphique B). Au niveau du Smic, l'allègement supplémentaire représentera à terme 6,4% ⁽¹⁰⁾

⁽⁷⁾ Hors tabac, des ménages urbains dont le chef est ouvrier ou employé.

⁽⁸⁾ Cf. « Prévoir l'évolution des salaires en France », V. Passeron, F. Romans, note de conjoncture de mars 2002.

⁽⁹⁾ Soit environ 0,11 * 1,3%.

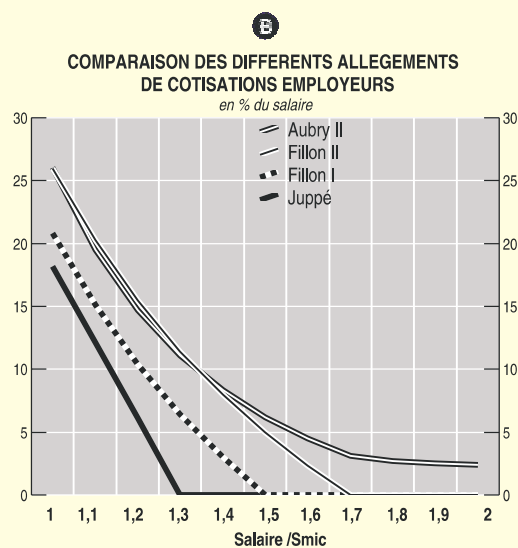
⁽¹⁰⁾ Soit $(1+41\%-26,0\%)/(1+41\%-18,2\%)-1$; 41% représentant la part des cotisations sociales employeurs dans le coût du travail.

ENCADRÉ (SUITE) : EFFET SUR LES SALAIRES ET SUR LE COÛT DU TRAVAIL DE L'HARMONISATION DES SALAIRES MINIMAUX

du coût du travail, ce qui compenserait en partie la hausse de 11,4% nécessaire à l'harmonisation du Smic horaire sur les autres salaires minimaux horaires (ou de 9,7% si l'on compare à la hausse avant réforme). Au 1^{er} juillet 2003, l'allègement représenterait 2% du coût du travail ⁽¹¹⁾ au niveau du Smic, ce qui compenserait en partie la hausse du pouvoir d'achat du Smic horaire de 3,7 % (ou de 3,1% par rapport à la hausse avant réforme).

Parmi les entreprises « à 35 heures », celles qui emploient principalement des salariés à bas salaires n'enregistreraient pas de hausse du coût du travail. Pour celles employant plutôt des salariés à rémunérations plus élevées, les allègements seraient en général moindres qu'auparavant. Pour les entreprises restées à 39 heures, il y aura un surcroît d'allègement puisqu'elles passeront de la ristourne « Juppé » à des allègements de type « Fillon » (cf. graphique B). Ces allègements supplémentaires devraient permettre de compenser au moins en partie la hausse du coût du travail liée à la hausse du Smic.

Au niveau macroéconomique il n'est pas aisé d'anticiper quel impact cette nouvelle loi aura sur le coût du travail car cela va largement dépendre, selon la structure des salaires, de la situation des entreprises par rapport à leur durée du travail (sont-elles passées aux 35 heures, quand, dans quel dispositif) et à leur stratégie future. Selon les situations particulières de niveau de rémunérations, certaines entreprises à 35 heures pourraient être conduites à repasser à 39 heures et réciproquement. ■



Légende :

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

Fillon II : remplace, au 1^{er} juillet 2003, l'allègement Aubry II pour les salariés à 35 heures. Au 1^{er} juillet 2005, il sera l'allègement unique pour toutes les entreprises.

Fillon I : remplace, au 1^{er} juillet 2003, la ristourne Juppé pour les salariés aux 39 heures ;

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

(11) Soit $(1+41\%-20,6\%)/(1+41\%-18,2\%)-1$.

Revenus des ménages

Le ralentissement du revenu disponible brut des ménages amorcé en 2002 (+3,9% après +4,8% en 2001) se poursuivrait en 2003 : sa croissance s'établirait à +3,0%. En 2002, le revenu avant impôt a fortement décéléré sous l'effet conjoint de l'inflexion des revenus d'activité et de la baisse des revenus de la propriété. Cependant, les réductions d'impôts ont limité la décélération du revenu disponible. En 2003, malgré la reprise modérée des revenus de la propriété, le revenu disponible brut s'infléchirait encore, suite notamment au ralentissement des revenus d'activité. En outre, les prestations sociales en espèces seraient un peu moins dynamiques qu'en 2002, tandis que les prélèvements sociaux et fiscaux accéléreraient après les mesures de baisse de l'année dernière.

Compte tenu d'une inflation toujours contenue, la croissance du pouvoir d'achat s'établirait à +1,2% en 2003, après +2,0% en 2002.

La stagnation de l'emploi concurrentiel en 2003 pénaliserait la progression de la masse salariale

En 2003, les salaires et traitements bruts reçus par les ménages ralentiraient à nouveau. Ce ralentissement affecte aussi bien la masse salariale dans le secteur concurrentiel que celle versée par les administrations publiques.

La masse salariale décélérerait nettement dans les secteurs concurrentiels non agricoles, en raison de la stagnation de l'emploi. Elle accélérerait cependant au cours de l'année sous l'effet de la légère reprise de l'emploi qui augmenterait de 0,1% en glissement semestriel au second semestre après une baisse de 0,1% au premier. Le salaire moyen par tête resterait dynamique tout au long de l'année : il croîtrait de 1,2% en glissement à la fin des deux semestres de 2003. Au premier semestre, il est soutenu, en particulier, par les nouvelles mesures concernant les heures supplémentaires pour les entreprises n'ayant pas réduit leur durée du travail. Pour les entreprises restées à 39 heures, les quatre heures au dessus de la durée légale devaient, jusqu'à présent, donner lieu à un repos compensateur. Ce dernier peut à partir du 1^{er} janvier 2003 être remplacé par une rémunération majorée des heures supplémentaires. Au second semestre, la forte revalorisation du Smic liée au processus de convergence des garanties mensuelles et Smic horaire contribuerait également à soutenir la croissance des salaires (cf. graphique 1).

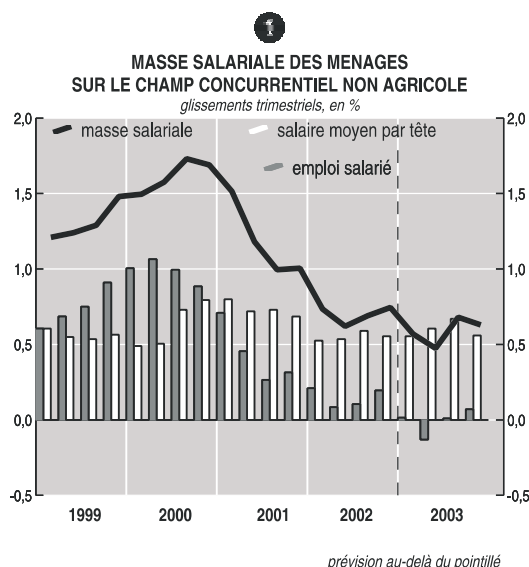
La masse salariale versée par les administrations publiques ralentirait nettement. Elle n'augmenterait que de 3,1%, après +4,7% en 2002, en raison du ralentissement du flux de passage aux 35 heures dans la fonction publique et sous l'hypothèse que l'indice de traitement ne soit pas revalorisé cette année. Cependant, en raison des mesures catégorielles, des mesures sur les primes et de la structure démogra-

REVENU DISPONIBLE BRUT DES MÉNAGES

	Glissements semestriels						Glissements annuels			Moyennes annuelles		
	2001		2002		2003		2001	2002	2003	2001	2002	2003
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.						
Salaires bruts (59%)	2,6	2,1	1,5	1,4	1,1	1,4	4,8	3,0	2,5	5,4	3,5	2,6
Prestations sociales en espèces (31%)	2,3	2,1	2,8	2,3	1,6	1,6	4,4	5,1	3,3	3,9	5,1	3,7
Excédent brut d'exploitation (24%)	1,8	1,5	2,6	1,8	2,3	2,3	3,3	4,4	4,6	4,1	4,1	4,2
Revenus de la propriété (10%)	1,7	-1,6	-3,5	-0,8	1,4	2,0	0,1	-4,3	3,4	4,1	-4,5	1,1
Prélèvements sociaux et fiscaux (-25%)	8,9	-2,3	3,7	-6,4	9,0	0,7	6,4	-3,0	9,8	3,5	1,6	3,5
dont : Cotisations des salariés (-8%)	2,5	2,0	1,6	2,3	2,5	1,4	4,5	4,0	3,9	4,4	4,7	4,7
Cotisations des non salariés (-2%)	4,3	5,7	-1,2	1,6	1,3	0,1	10,3	0,4	1,4	9,0	3,4	3,1
Impôts sur le revenu et le patrimoine (y compris CSG et CRDS) (-15%)	13,3	-5,6	5,6	-12,4	14,5	0,4	7,0	-7,6	15,0	2,3	-0,4	2,9
Revenu disponible brut (100 %)	0,7	2,7	1,2	3,5	-0,2	1,9	3,4	4,7	1,7	4,8	3,9	3,0
dont : Revenu hors impôts	2,2	1,6	1,7	1,5	1,4	1,7	3,8	3,3	3,1	4,5	3,3	2,9
Revenus d'activité	2,6	2,0	1,6	1,5	1,2	1,5	4,6	3,2	2,7	5,4	3,5	2,7
Prix de la consommation des ménages (comptes nationaux)	0,8	0,5	1,1	0,8	1,0	0,5	1,3	1,9	1,5	1,4	1,8	1,7
Pouvoir d'achat du RDB	-0,1	2,2	0,1	2,7	-1,1	1,3	2,1	2,8	0,2	3,3	2,0	1,2

■ Préviation

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



phique des salariés (l'effet glissement vieillesse technique), le salaire moyen par tête progresserait de 2,3%, comme celui du champ concurrentiel non agricole.

Les prestations sociales en espèces ralentiraient en 2003 après une forte accélération en 2002. Suite à la remontée du chômage et à la montée en charge du Pare (Plan d'aide au retour à l'emploi), les prestations versées par l'Unedic avaient très fortement augmenté en 2002. De nouvelles prestations (congé paternité) ainsi que la hausse des indemnités journalières versées par la Cnam avaient aussi contribué au dynamisme des prestations en 2002. En 2003, la nouvelle convention Unedic conduirait à réduire la progression des allocations chômage ⁽¹⁾. La décélération des indemnités journalières, des prestations d'assistance sociale et la moindre revalorisation des rentes de vieillesse (+1,3% contre +2,2% en janvier

2002) accentueraient le ralentissement des prestations sociales en espèces, qui n'augmenteraient que de 3,7% après +5,1% en 2002.

Suite à la chute des rendements boursiers et du repli des taux d'intérêt, le solde des revenus de la propriété a baissé en 2002, alors qu'il progressait sur des rythmes soutenus depuis presque quinze ans. Ainsi, les intérêts et les dividendes reçus par les ménages ont respectivement diminué de 10,7% et 1,2%. Ces baisses ont fortement contribué au ralentissement du revenu disponible brut en 2002 (pour 0,8 point). En 2003, le solde des revenus de la propriété devrait retrouver une croissance modérée.

Les prélèvements sociaux et fiscaux accéléreraient en 2003

Les prélèvements sociaux et fiscaux accéléreraient en 2003, augmentant de 3,5% en 2003 après +1,6% en 2002. Les impôts sur le revenu et le patrimoine croîtraient de nouveau après la baisse de 2002, tandis que les cotisations sociales conserveraient un rythme assez soutenu, malgré le ralentissement de la masse salariale.

Après une baisse de 0,4% en 2002, les impôts sur le revenu et le patrimoine progresseraient de 2,9% cette année. En 2002, des baisses significatives des taux d'imposition sont intervenues sur l'ensemble des tranches du barème. En 2003, une nouvelle baisse est accordée mais de moindre ampleur ⁽²⁾. La

(1) La nouvelle convention Unedic signée en décembre 2002 vise à assainir les comptes de l'assurance chômage. Elle réduit la durée des droits des demandeurs d'emplois. Le minimum exigé pour être indemnisé passe également de 4 mois d'activité au cours des 18 mois précédents à 6 mois au cours des 22 derniers mois.

(2) Les mesures d'allègement de l'impôt sur le revenu se sont élevées à cinq milliards d'euros en 2002 et représenteraient environ un milliard d'euros en 2003.

LES TRANSFERTS SOCIAUX REÇUS ET VERSÉS PAR LES MÉNAGES

	Glissements semestriels						Glissements annuels			Moyennes annuelles		
	2001		2002		2003		2001	2002	2003	2001	2002	2003
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.						
Prestations sociales en espèces reçues par les ménages (100%)	2,3	2,1	2,8	2,3	1,6	1,6	4,4	5,1	3,3	3,9	5,1	3,7
Prestations de Sécurité Sociale (71%)	2,8	2,3	2,8	2,5	1,6	1,7	5,1	5,4	3,3	4,5	5,4	3,8
Prestations de régimes privés (6%)	2,0	2,3	4,4	2,0	2,4	2,4	4,3	6,5	4,9	5,2	6,4	4,8
Prestations directes d'employeur (14%)	2,3	1,9	1,8	2,2	1,7	1,5	4,3	4,0	3,2	4,7	3,9	3,8
Prestations d'assistance sociale versées par les administrations (8%)	-2,0	0,3	2,6	1,1	0,7	0,7	-1,7	3,7	1,4	-3,4	3,2	1,5
Total des prélèvements sociaux	2,1	2,2	1,3	2,0	1,8	1,3	4,4	3,3	3,1	4,1	4,0	3,8
Cotisations sociales effectives versées par les ménages (100%)	2,2	2,3	1,1	2,0	1,8	1,2	4,5	3,2	3,0	4,2	4,0	3,8
dont : Cotisations des employeurs ⁽¹⁾ (64%)	1,9	2,0	1,2	1,9	1,5	1,3	3,9	3,1	2,8	3,6	3,7	3,5
Cotisations des salariés (29%)	2,5	2,0	1,6	2,3	2,5	1,4	4,5	4,0	3,9	4,4	4,7	4,7
Cotisations des non salariés (6%)	4,3	5,7	-1,2	1,6	1,3	0,1	10,3	0,4	1,4	9,0	3,4	3,1

■ Prévion

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

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

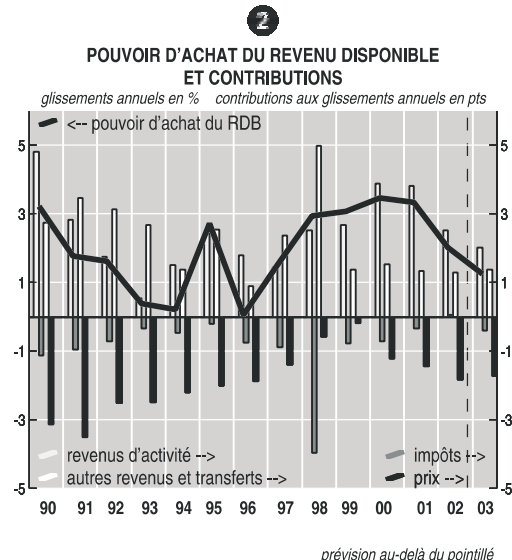
prime pour l'emploi est maintenue en 2003. Le profil infra-annuel des impôts est marqué par ces différentes mesures. En raison du report au 15 octobre de la date limite de paiement du solde des impôts sur le revenu, les mesures de 2002 ont été concentrées sur le quatrième trimestre. Au cours de ce trimestre, les impôts versés par les ménages ont donc fléchi de 14,8%. Au premier trimestre de 2003, ils progresseraient de 13,7%, par le jeu du retour seulement partiel à niveau. Le report exceptionnel de 2002 n'ayant pas de raison d'être reconduit, les nouveaux allègements de 2003 se répartiront entre le troisième et le quatrième trimestre : les impôts baisseraient de 0,5% au troisième trimestre et augmenteraient de 0,9% au quatrième.

Les cotisations sociales à la charge des salariés accéléreraient en 2003 malgré le ralentissement de la masse salariale, assiette de ces cotisations. En effet, au 1^{er} janvier, le taux moyen de cotisation Unelec a été augmenté de 0,3 point, soit près de 15%⁽³⁾. Les cotisations salariés accéléreraient donc au premier semestre puis ralentiraient mécaniquement au second semestre, période pour laquelle elles retrouvaient une progression plus conforme à celle de l'assiette.

Le revenu disponible brut ralentirait

En 2003, le ralentissement du revenu disponible brut se poursuivrait. À la stagnation de l'emploi s'ajouteraient le ralentissement des prestations reçues et la hausse des impôts versés par les ménages. La robustesse du salaire par tête et la reprise des revenus de la propriété permettraient néanmoins d'en limiter l'ampleur. De même, le ralentissement des prix de la consommation amoindrirait quelque peu l'impact du tassement du revenu disponible brut sur le pouvoir d'achat (cf. graphique 2).

Ajusté des prestations en nature, le revenu disponible ralentirait aussi en 2003, à 3,2% (après +4,4% en 2002). En 2003, les transferts sociaux en nature retrouveraient en effet un rythme analogue à celui de



2001, après une année exceptionnellement forte en 2002 : l'année 2002 avait été marquée par la création de l'allocation personnalisée autonomie (APA) et par une forte hausse des dépenses de santé.

Outre l'impact temporel très ciblé des baisses d'impôts, le revenu hors impôt contribuerait également au profil du revenu disponible brut. Celui-ci baisserait de 0,2% au premier semestre de 2003 en raison essentiellement du traitement comptable des baisses d'impôt puis accélérerait au second, augmentant de 1,9%. Suite à l'augmentation de l'inflation au premier semestre, le pouvoir d'achat des ménages baisserait de 1,1% sur cette période. Au second semestre, compte tenu d'une hausse des prix de la consommation plus modérée, il progresserait de 1,3%. ■

(3) En janvier 2002, le taux de cotisation salariés avait été baissé de 0,1 point soit d'environ 5,0% puis remonté dès juillet à son niveau du second semestre 2001.

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

	Glissements semestriels						Glissements annuels			Moyennes annuelles		
	2001		2002		2003		2001	2002	2003	2001	2002	2003
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.						
Entreprises non financières (SNF - EI) (68%)	2,9	2,0	1,1	1,4	1,0	1,3	5,0	2,6	2,3	6,2	3,1	2,5
dont : Salaire moyen par tête	1,7	1,5	0,9	1,2	1,2	1,2	3,2	2,1	2,4	3,3	2,3	2,4
Sociétés financières (5%)	0,8	1,3	2,0	1,2	1,2	1,8	2,1	3,2	3,0	1,8	3,3	2,6
Administrations publiques (25%)	1,9	2,6	2,5	1,5	1,5	1,4	4,6	4,0	2,9	3,8	4,7	3,1
Ménages hors EI (1,8%)	3,2	2,9	1,9	1,8	1,9	2,5	6,2	3,8	4,4	6,3	4,5	4,1
Masse salariale brute reçue par les ménages (100%)	2,6	2,1	1,5	1,4	1,1	1,4	4,8	3,0	2,5	5,4	3,5	2,6
dont : Secteurs concurrentiels non agricoles	2,7	2,0	1,4	1,4	1,1	1,3	4,8	2,8	2,4	5,8	3,3	2,5

■ Préviation

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

Consommation des ménages

En 2003, sous l'effet des hausses passées du pouvoir d'achat, la consommation des ménages s'accroîtrait de 1,5%, après +1,4% en 2002.

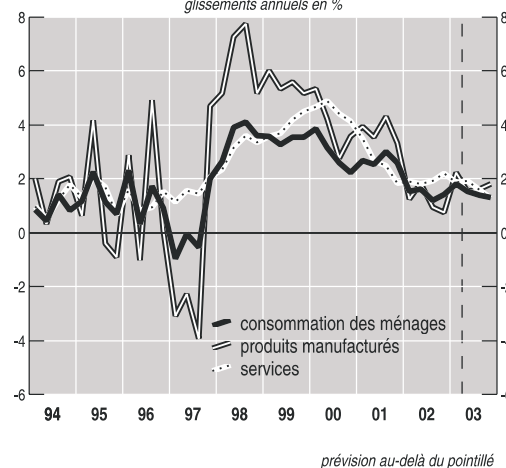
Le profil trimestriel de la consommation refléterait avec les délais usuels le profil heurté du pouvoir d'achat. Au premier trimestre, la consommation a été soutenue, en raison notamment des baisses d'impôt du quatrième trimestre et de la vigueur de la consommation d'énergie. Au deuxième trimestre, ces effets s'essoufferaient et la consommation ralentirait nettement. Au second semestre, en raison d'un pouvoir d'achat de nouveau relativement dynamique, la consommation accélérerait légèrement pour atteindre un rythme de croissance annualisée un peu supérieur à 1%. Ainsi, malgré la hausse du chômage tout au long de l'année et la dégradation de la confiance des ménages observée au premier trimestre, le taux d'épargne baisserait, passant de 16,7% en 2002 à 16,4% en 2003.

La consommation des ménages a accéléré au premier trimestre de 2003

Au premier trimestre de 2003, les dépenses des ménages ont accéléré, passant d'un rythme de croissance trimestriel de 0,4% à un rythme de 0,6%.

Globalement, cette hausse de la consommation s'explique par la hausse des revenus des ménages. En effet, le pouvoir d'achat dynamique du quatrième trimestre de 2002, dû essentiellement aux baisses d'impôt, n'a pas été consommé immédiate-

DEPENSES DE CONSOMMATION DES MENAGES
aux prix de 1995
glissements annuels en %



ment. Son effet sur la consommation s'est encore fait sentir au premier trimestre (cf. encadré). Il a plus que compensé l'effet des autres déterminants de la consommation des ménages, orientés défavorablement au premier trimestre (cf. graphique 2). Ainsi, du fait du contexte géopolitique, la confiance des ménages s'est affaïssée au premier trimestre tandis que la montée du chômage se poursuivait.

La croissance de la consommation en produits manufacturés a été particulièrement dynamique au premier trimestre, atteignant +1,4% après +0,1% au quatrième trimestre de 2002, contribuant ainsi posi-

DÉPENSES DE CONSOMMATION ET INVESTISSEMENT DES MÉNAGES

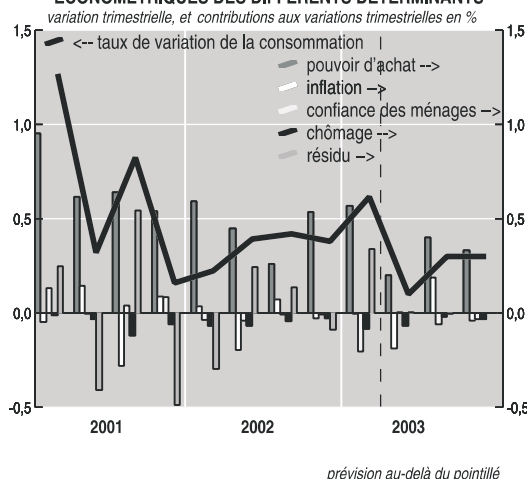
	Évolutions trimestrielles								(évolution en %)		
	2002				2003				Moyennes annuelles		
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	2001	2002	2003
Dépenses totales de consommation des ménages ⁽¹⁾	0,2	0,4	0,4	0,4	0,6	0,1	0,3	0,3	2,7	1,4	1,5
dont :											
Alimentation (18,2)	0,3	0,4	0,3	1,5	-1,4	0,2	0,1	0,1	0,4	0,9	0,3
Énergie (7,2%)	-1,9	0,5	0,8	-2,6	4,9	-1,3	0,7	0,7	3,9	-1,2	2,9
Services (49,8%)	0,6	0,4	0,6	0,6	0,2	0,5	0,2	0,3	2,6	2,0	1,7
Produits manufacturés (26,8%)	0,0	0,4	0,3	0,1	1,4	-0,3	0,4	0,3	3,8	1,2	1,8
Dépenses individualisables des administrations	1,9	1,5	0,8	0,9	0,1	0,7	0,7	0,7	3,2	5,1	2,5
Consommation effective totale	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,2	0,4	0,4	2,9	2,2	1,7
Investissement des ménages	0,0	1,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,8	0,8	0,0

■ Préviation

NB : Les données entre parenthèses donnent la part du poste en 2000.

(1) Y compris solde territorial.

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



Note de lecture :

Ce graphique représente les évolutions trimestrielles de la consommation des ménages et les contributions de ses déterminants tels qu'elles sont modélisées par l'équation utilisée (cf. encadré). La contribution des résidus est l'écart entre les observations / prévisions et la contribution dynamique des déterminants.

tivement à hauteur de 0,4 point à la croissance du total des dépenses. En outre, du fait de la rigueur climatique des mois de janvier et février, la consommation d'énergie a crû fortement (+4,9%) et contribué pour 0,3 point à la croissance de la consommation. Cependant, la consommation de services a ralenti (+0,2% après +0,6% au dernier trimestre de 2002), en partie sous l'effet peut-être temporaire de moindres dépenses en services de santé (cf. graphique 1). La consommation de produits agroalimentaires, quant à elle, a diminué, par un simple effet de retour à la normale, après une très forte croissance au quatrième trimestre.

Au deuxième trimestre de 2003, la consommation ralentirait nettement...

Au deuxième trimestre de 2003, les dépenses des ménages devraient quasiment stagner, après un trimestre de croissance soutenue. L'orientation peu favorable de plusieurs déterminants expliquerait ce ralentissement : atténuation de l'effet des baisses d'impôt de la fin d'année 2002 (cf. encadré) ; effet retardé de l'accélération des prix du premier trimestre de 2003 ; accentuation de la hausse du taux

de chômage ; les perturbations sociales pourraient également avoir induit des comportements d'épargne de précaution.

Tout d'abord, du fait du ralentissement du pouvoir d'achat au premier semestre de 2003, les dépenses des ménages seraient peu soutenues par leurs revenus. Par ailleurs, l'accélération des prix au premier trimestre, n'ayant apparemment pas handicapé le budget des ménages immédiatement, finirait par se faire sentir au deuxième trimestre par le biais d'un effet d'encaisse réelle : les ménages tendraient à reconstituer leur épargne érodée par l'inflation. La hausse persistante du chômage les inciterait à la prudence. Les enquêtes de conjoncture d'avril et de mai ne montrent qu'un redressement modeste de la confiance des ménages, dans le contexte de la préparation au débat parlementaire sur la réforme des retraites.

Le ralentissement des dépenses des ménages au deuxième trimestre se traduirait de manière variée selon les produits. Les dépenses en produits manufacturés se replieraient après un premier trimestre de forte croissance (-0,3% au deuxième trimestre après +1,4%). La consommation de services marchands continuerait de croître au même rythme. Au contraire, la consommation de services de santé se redresserait après le ralentissement sans doute passer du premier trimestre, et la consommation de produits agroalimentaires retrouverait un rythme de croissance habituel.

... avant de revenir sur un rythme annualisé un peu supérieur à 1%

Sur l'ensemble du second semestre de 2003, la consommation serait stimulée par une croissance plus soutenue du pouvoir d'achat. Dès le deuxième trimestre, le pouvoir d'achat redeviendrait plus dynamique. Mais il n'aurait d'impact significatif sur la consommation qu'à partir du troisième trimestre, par l'effet cumulé de plusieurs trimestres de croissance significative.

La consommation bénéficierait aussi des baisses de taux d'intérêt passées et de manière plus ponctuelle au troisième trimestre, de la baisse de l'inflation enregistrée à partir du deuxième trimestre.

TAUX D'ÉPARGNE

	Niveaux semestriels						(en % du revenu disponible brut)		
	2001		2002		2003		Niveaux annuels		
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	2001	2002	2003
Taux d'épargne	15,9	16,5	16,4	16,9	16,0	16,8	16,2	16,7	16,4
Taux d'épargne financière	7,1	7,9	7,7	8,3	7,4	8,3	7,5	8,0	7,9

Prévision

Au total, la consommation des ménages retrouverait un rythme de croissance de +0,3% par trimestre, légèrement en retrait par rapport à son rythme de 2002.

Après avoir fléchi au deuxième trimestre, les dépenses des ménages en produits manufacturés augmenteraient de 0,4% au troisième trimestre puis de 0,3% au quatrième trimestre. La consommation de services non marchands resterait dynamique. À l'inverse, les dépenses en services marchands ralentiraient légèrement.

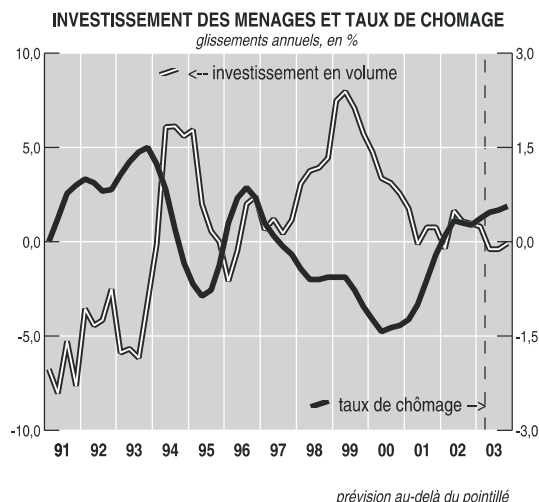
L'investissement des ménages stagnerait tout au long de l'année

Depuis le quatrième trimestre de 2002, l'investissement des ménages, en termes réels, baisse lentement (-0,2% au quatrième trimestre de 2002, -0,1% au premier trimestre de 2003). Le faible niveau des taux d'intérêt ne suffit pas à compenser l'effet du ralentissement du pouvoir d'achat. Cet effet a été confirmé par la chute du solde d'opinion concernant l'opportunité de réaliser des achats importants dans les enquêtes de conjoncture auprès des ménages du premier trimestre, dans un contexte de hausse du taux de chômage (cf. graphique 3).

En outre, le prix de l'investissement des ménages a augmenté plus rapidement que le prix de la consommation tout au long de l'année 2002, décourageant l'investissement au profit de la consommation. Le phénomène se poursuivrait au deuxième trimestre de 2003 et l'investissement des ménages baisserait légèrement de nouveau (-0,2%).

Au second semestre de 2003, sous l'effet du ralentissement du prix de l'investissement et de conditions de financement plus favorables encore, la tendance s'inverserait et l'investissement des ménages croîtrait lentement, de 0,1% par trimestre. Il stagnerait en moyenne annuelle.

3



Le taux d'épargne des ménages serait en hausse légère

Au total, la croissance de la consommation serait de +1,5% en 2003, après +1,4% en 2002. Malgré le ralentissement du pouvoir d'achat en moyenne annuelle, la consommation se maintiendrait sur un rythme modéré. Toutefois, cette progression est largement acquise, le rythme de croissance prévu pour le second semestre apparaissant un peu en retrait.

Le taux d'épargne des ménages reprendrait sa hausse interrompue au premier trimestre pour s'établir à 16,9% fin 2003, tandis que le taux d'épargne financière ⁽¹⁾ atteindrait 8,4%. ■

(1) Le taux d'épargne des ménages est la part non consommée du revenu disponible brut des ménages. Le taux d'épargne financière est la part du revenu qui n'est ni consommée ni dépensée en investissement par les ménages et entrepreneurs individuels. L'investissement des ménages représente environ 85% de l'investissement des ménages et entrepreneurs individuels.

En décomposant le pouvoir d'achat en une composante hors prélèvements et une composante traduisant le poids des prélèvements, on montre qu'une baisse d'impôt a un effet aussi stimulant sur la consommation qu'un surcroît de revenus de même montant. Cet effet moyen peut toutefois être amplifié ou limité selon le contexte d'anticipations des ménages.

Une décomposition du pouvoir d'achat

Pour distinguer des différences d'impact éventuelles d'une baisse de prélèvements et d'une hausse de revenus de montant équivalent, il est pertinent de définir une variable de prélèvements ressentis par les ménages :

$$\begin{aligned} \text{prélèvements} &= \\ &\text{impôts sur le revenu et le patrimoine} \\ &+ \\ &\text{cotisations sociales effectives} \\ &\text{(hors cotisations payées par les employeurs)} \end{aligned}$$

Cette variable permet de définir un « pouvoir d'achat avant prélèvements » :

$$PAAP = \frac{RDB(\text{revenu disponible brut}) + \text{prélèvements}}{\text{prix}}$$

et un taux de prélèvement :

$$TP = \frac{\text{prélèvements}}{RDB + \text{prélèvements}}$$

Finalement, le pouvoir d'achat du revenu disponible (PA) se décompose ainsi :

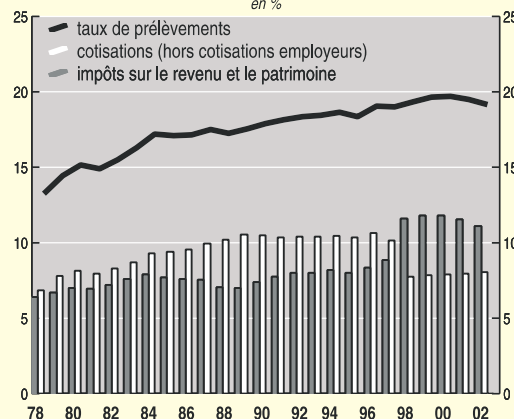
$$PA = PAAP(1 - TP)$$

Le taux de prélèvement s'est inscrit sur une tendance croissante de 1978 à 1999. En 2000, ce taux de prélèvements a stagné puis a décliné en 2001 et en 2002. L'interprétation de la décomposition du taux de prélèvement entre impôts d'une part et cotisations d'autre part est compliquée, notamment du fait de transferts de financements entre impôts et cotisations, comme en 1998.



PRELEVEMENTS

en %



Une équation de consommation séparant les effets des revenus avant prélèvements et ceux du taux de prélèvements

L'équation économétrique utilisée pour la préparation de la note de conjoncture de l'Insee prend la forme ci-après.

À long terme, l'hypothèse est faite qu'une baisse d'impôt est consommée comme une hausse de revenus. À court terme, cependant, il est possible que les ménages réagissent différemment à une baisse d'impôts et à une hausse de revenus. Les ménages pourraient en effet avoir un comportement partiellement ricardien : anticipant qu'une baisse d'impôts peut se traduire par une hausse future de prélèvements pour équilibrer le budget de l'État, ils ne consommeraient qu'une partie du surcroît de revenus tiré cette mesure.

Pour tester cet effet économétriquement, il est possible de décomposer le pouvoir d'achat, variable traditionnelle de l'équation, en un revenu avant prélèvements et en une

Équation économétrique utilisée :

$$\begin{aligned} \Delta \log(C_t) = & 0,002 - 0,3\Delta \log(C_{t-1}) + 0,11\Delta \log(PA_t) + 0,16\Delta \log(PA_{t-1}) + 0,15\Delta \log(PA_{t-2}) + 0,13\Delta \log(PA_{t-3}) - 0,004\Delta u_t \\ & - 0,16 \left(\log(C_{t-1}) - 1,6 - 0,9\log(PA_{t-1}) + 2,3\pi \right) + 0,005dummy + 0,001subventionauto_t + 0,000003confiance_t \end{aligned}$$

Notations utilisées :

C_t : consommation des ménages à la date t

PA_t : pouvoir d'achat du revenu disponible à la date t

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

π_t : inflation (taux de croissance trimestriel du prix de la consommation)

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

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

$dummy$: variable indicatrice de 1986 à 1990, modélisant la baisse du taux d'épargne inhabituel après la libéralisation financière. ■

composante traduisant l'importance des prélèvements. Un test de Fisher de l'égalité des élasticités de court terme de la consommation à une hausse de pouvoir d'achat avant prélèvements et à une baisse du taux de prélèvements conduit à rejeter une différence d'élasticité. Par conséquent, **une baisse de prélèvements est consommée en moyenne dans les mêmes proportions et selon la même dynamique qu'une hausse de revenus avant prélèvements ayant le même impact sur le revenu disponible.**

Une baisse du taux de prélèvement stimule la croissance de la consommation durant quatre trimestres à compter de la mesure

Il est possible de simuler au moyen de l'équation précédente l'effet d'une baisse de prélèvements persistante. Une baisse de prélèvements de 1 point de revenu avant prélèvements au trimestre t stimule le taux de croissance de la consommation à hauteur de 0,1 point immédiatement, puis de 0,25 point, 0,2 point et 0,1 point successivement.

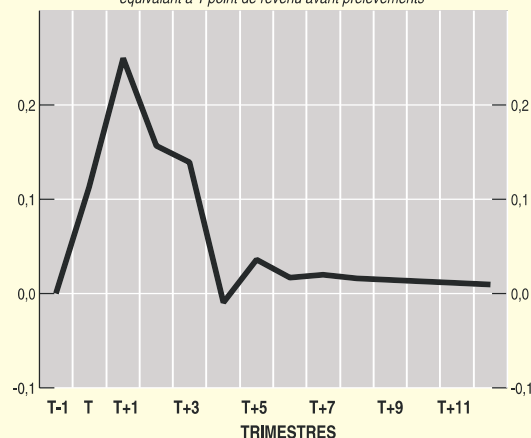
Une baisse d'impôt sur le revenu stimule la consommation selon une dynamique complexe

Évaluons maintenant l'impact sur la consommation de la baisse d'impôt sur le revenu votée dans la 1^{ère} Loi de Finances Rectificative 2002. L'impact d'une baisse d'impôt sur le revenu obéit à une dynamique complexe.

En effet, la baisse d'impôt sur le revenu a été enregistrée intégralement au 4^{ème} trimestre de l'année en cours dans les comptes nationaux trimestriels de l'Insee (c'est-à-dire lorsque les ménages ont ressenti l'impact de la mesure fiscale, la date limite de paiement ayant été reportée au 15 octobre, et le solde des contribuables mensualisés étant calculé au 4^{ème} trimestre). Lorsque la mesure est pérennisée (cas de la baisse votée lors de la 1^{ère} Loi de Finances Rectificative), une baisse d'un montant équivalent est enregistrée l'année suivante, mais répartie sur 4 trimestres. Par conséquent, en termes de variante par rapport à ce qui aurait été observé sans baisse d'impôt, la baisse d'impôt de 2002 implique une baisse du taux de prélèvements au quatrième trimestre de 2002, puis un contrecoup partiel à la hausse du taux de prélèvements au premier trimestre de 2003.

En observant le montant de baisse d'impôt occasionné par la mesure en question, il est finalement possible d'évaluer son impact sur le taux de croissance de la

B
SURCROIT DE CROISSANCE DE LA CONSOMMATION SUITE
À UNE BAISSSE DE PRÉLEVEMENTS PERSISTANTE AU TRIMESTRE T
équivalent à 1 point de revenu avant prélèvements



C
SURCROIT DE CROISSANCE DE LA CONSOMMATION OCCASIONNÉ PAR
LA MESURE DE BAISSSE D'IMPÔT SUR LE REVENU
1^{ère} LOI DE FINANCES RECTIFICATIVE 2002 (environ 2,5 Mds d'euros)



consommation. La croissance de la consommation a été stimulée au 4^{ème} trimestre de 2002 et au 1^{er} trimestre de 2003 à hauteur de 0,1 point puis 0,15 point. Globalement, la mesure n'a plus d'impact au-delà du deuxième trimestre. Au total, l'effet sur la consommation est d'environ 0,25%. ■

Investissement

L'investissement des entreprises est passé par un point bas à la fin de l'année 2002. Le rebond enregistré en début d'année traduit en partie un rattrapage après le coup de frein aux dépenses d'équipement du quatrième trimestre de 2002, mais il indique aussi la fin d'une période de recul des investissements. On observerait une légère croissance de l'investissement au cours du premier semestre, suivie d'une reprise au cours du second semestre. L'ampleur de cette reprise serait cependant limitée : l'investissement retrouverait tout juste en fin d'année un rythme de croissance annualisé un peu supérieur à 3%.

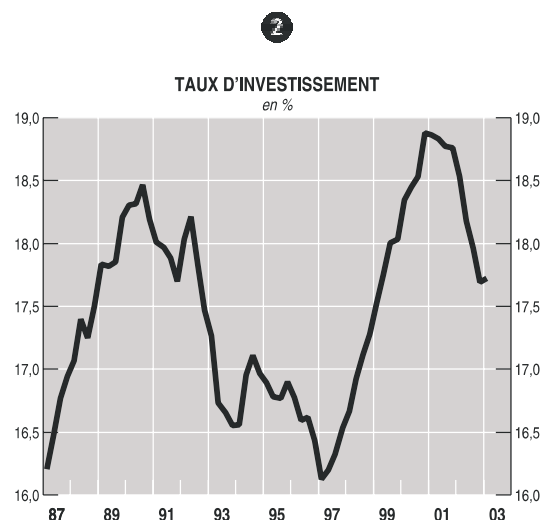
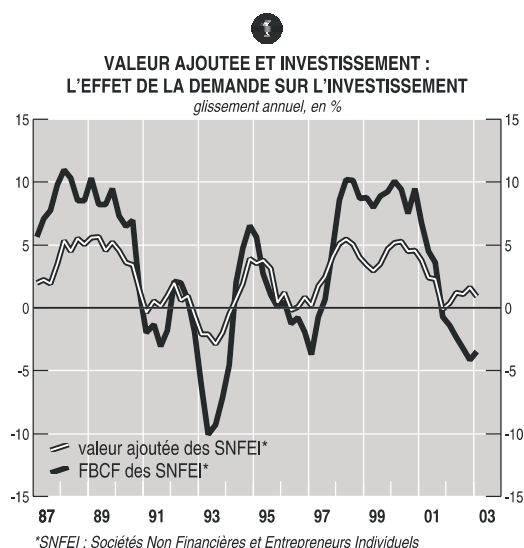
Ce raffermissement s'appuie sur l'amélioration des conditions de financement, en dépit de perspectives de demande encore peu propices. Le redressement des bourses et la détente des taux rendraient en effet le contexte financier plus favorable. De plus, la résorption active de l'endettement en 2002 faciliterait l'accès au crédit.

Cette évolution est aussi confortée par l'absence de surcapacités antérieures et par la possible reprise progressive de l'investissement en informatique, en liaison avec un effort de rationalisation accru. Cette perspective dessine le même cycle que connaît l'investissement aux États-Unis avec une reprise progressive de l'investissement informatique et technologique depuis le milieu de 2001.

L'investissement est passé par un point bas à la fin de l'année 2002

En fin d'année 2002, l'investissement des entreprises a fortement reculé. Au quatrième trimestre, les dépenses d'équipement ont été réduites d'environ 7% en rythme annualisé. La conjonction d'une demande déprimée, de conditions d'exploitation dégradées et d'un climat boursier défavorable expliquent ce repli. La baisse de l'investissement (cf. graphique 1) s'est traduite par un recul de 0,3 point du taux d'investissement des entreprises (cf. graphique 2).

L'investissement en BTP et l'investissement en services ont particulièrement pâti de ce climat restrictif. Le secteur des services informatiques en particulier a connu, de l'avis des professionnels, un important recul de son activité.

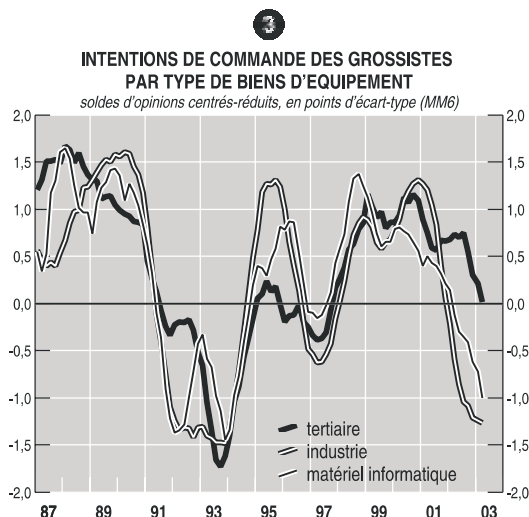


Note :

Le taux d'investissement rapporte les volumes de FBCF des SNFEI à la valeur ajoutée.

L'opinion des grossistes quant à leurs intentions de commande semble indiquer que le recul de l'investissement industriel s'est accompagné d'une forte restriction des dépenses dans les autres secteurs (cf. graphique 3). Le secteur des services dans son ensemble aurait fortement comprimé ses dépenses d'équipement sur l'ensemble de l'année ⁽¹⁾.

(1) Cf. dossier « Investissement des entreprises : le creux est-il passé ? » - une estimation de l'évolution de l'investissement dans le secteur des services à partir de l'enquête de conjoncture sur les services.



Le rebond de l'investissement en début d'année marquerait la fin du recul des dépenses d'investissement ...

Le sursaut des dépenses d'équipement au premier trimestre de 2003 traduit pour une part l'effet de la mise en œuvre de projets différés au trimestre précédent. Mais il indique également que l'investissement des entreprises commencerait à se stabiliser, rompant avec pratiquement deux années de repli.

Ce rebond manifeste un raffermissement de l'investissement industriel comme l'indiquent les réponses des industriels interrogés en avril sur la tendance d'évolution de leurs investissements. Par ailleurs, le tassement de l'investissement en BTP a commencé à se ralentir. Le premier trimestre a aussi fourni les premiers signes d'une évolution moins défavorable de l'investissement en services, avec une croissance modeste.

Signe enfin d'une pause ou d'un tournant dans la phase de désendettement des entreprises, les crédits à l'investissement se reprennent modestement au premier trimestre, avec une progression de 1,4% sur un an ⁽²⁾.

... soutenue par l'amélioration du contexte de financement des investissements

L'orientation de la demande demeure toutefois défavorable. En effet, même si une partie des incertitudes liée au contexte géopolitique ont été levées, le contexte conjoncturel mondial apparaît encore peu porteur et la demande reste globalement déprimée. De plus, s'agissant des entreprises françaises, les perspectives de demande ne seraient plus soutenues par une consommation intérieure aussi résistante qu'auparavant.

Cependant, l'investissement des entreprises se stabiliserait au cours du premier semestre, profitant de l'amélioration progressive des conditions de financement. D'une part, la réduction de l'endettement des entreprises en 2002 leur permet de retrouver une situation financière moins défavorable ⁽²⁾. D'autre part, la reprise des marchés boursiers et le mouvement de détente des taux assouplissent les conditions de financement ⁽²⁾.

Par ailleurs, apparaît une stabilisation du taux d'autofinancement (cf. graphique 4). L'arrêt de la dégradation de ce dernier indicateur, reflet de la capacité des entreprises à dégager des profits, améliorerait progressivement les conditions d'accès au crédit.

(2) Cf. fiche « Financement de l'économie ».

INVESTISSEMENT DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES ET DES ENTREPRENEURS INDIVIDUELS

(aux prix de 1995, en %)

	Évolutions trimestrielles						Moyennes annuelles		
	2002		2003				2001	2002	2003
	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.			
Par secteur d'activité ⁽¹⁾									
Agriculture (7%)	-	-	-	-	-	-	-1,7	0,0	0,0
Industrie (28%)	-	-	-	-	-	-	5,5	-8,0	-1,0
dont industrie manufacturière	-	-	-	-	-	-	4,6	-11,0	2,0
Construction (3%)	-	-	-	-	-	-	6,0	0,0	-2,0
Tertiaire (62%)	-	-	-	-	-	-	2,4	-0,8	-0,8
Par produit									
Produits manufacturés	-0,8	-1,4	1,0	0,5	0,5	0,7	3,0	-3,7	-0,2
Bâtiment et travaux publics	-2,0	-1,7	-1,1	-1,1	-0,9	-0,1	5,9	-1,6	-4,7
Ensemble des SNFEI	-0,9	-1,7	0,5	0,3	0,5	0,9	3,5	-2,8	-0,9

■ Prévisions

Les pourcentages entre parenthèses correspondent à la structure de l'investissement en valeur en 1999.

(1) Estimations par secteur à partir des enquêtes de conjoncture investissement pour les années 2002 à 2003.

La reprise progressive de l'investissement au second semestre s'appuierait sur la poursuite du rattrapage de l'investissement industriel...

Interrogés en avril 2003, les chefs d'entreprise du secteur de l'industrie ont indiqué qu'ils maintenaient leurs prévisions précédentes de janvier, avec une croissance annoncée de leurs investissements de l'ordre de 6% en valeur en 2003. Les industriels de l'automobile notamment s'attendent à un rebond de leurs dépenses d'équipement en 2003, après un recul en 2002.

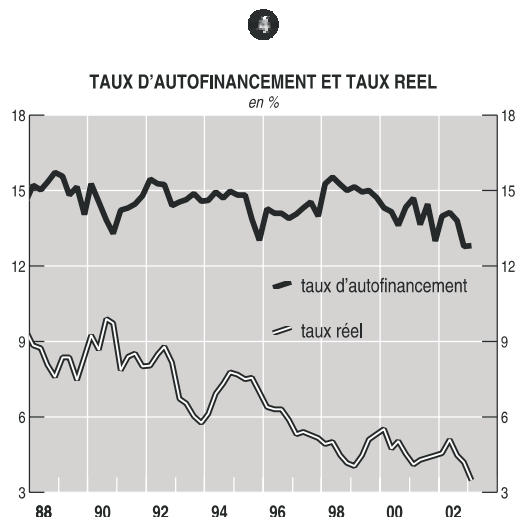
Les chefs d'entreprise du secteur des biens intermédiaires prévoient pour 2003 une croissance de 8% de leurs dépenses d'équipement. Cette prévision, qui est confortée par l'évolution observée de leurs dépenses d'équipement au premier semestre, semble indiquer que ce secteur sortirait enfin de la phase de restriction des budgets d'équipement qui n'avait cessé de s'accroître depuis le début de 2001.

Cette inversion de la tendance de l'investissement dans le secteur des biens intermédiaires pourrait être le signal avancé d'une reprise modeste des dépenses globales d'investissement.

... et sur le rebond des dépenses informatiques en recul depuis trois ans

Une reprise de l'investissement dans les services ⁽³⁾ d'une ampleur comparable à celle prévue dans l'industrie se dessinerait également. Elle serait en particulier alimentée par un début de reprise de l'investissement informatique. En effet, une légère progression des importations en matériel informatique et un léger ressaut des commandes des grossistes pour le même type de matériel sont notables en début d'année. De source professionnelle, les dépenses informatiques connaîtraient une légère reprise en 2003 en liaison avec un effort de rationalisation de la part des entreprises.

Comme aux États-Unis, la reprise des dépenses informatiques précéderait la reprise ultérieure de l'ensemble de l'investissement d'autant plus que le niveau actuel d'utilisation des capacités dans l'industrie est proche de sa moyenne de longue période. Cette absence de surcapacités dans l'industrie et l'absence d'offre excédentaire dans le secteur du bâtiment plaident pour une reprise progressive de l'investissement, d'abord dirigée vers la rationalisation avant de s'orienter éventuellement vers l'augmentation ultérieure des capacités.



Note :

Le taux d'autofinancement rapporte l'épargne (excédent brut d'exploitation, moins dividendes versés, moins charges financières, plus dividendes reçus) à la valeur ajoutée.

L'investissement retrouverait une croissance plus régulière en fin d'année dans un contexte de poursuite de l'amélioration des conditions de financement

L'investissement des entreprises retrouverait en fin d'année un rythme de croissance annualisé un peu supérieur à 3%, proche de la croissance tendancielle de longue période. Cette perspective s'appuie sur l'hypothèse d'une réduction des incertitudes, de redressement des marchés boursiers et de poursuite de la détente des taux longs réels. Les entreprises veraient ainsi les conditions d'accès au crédit et aux financements de marché s'assouplir.

Cette reprise modeste de l'investissement des entreprises ne pourra cependant s'accélérer qu'à la condition d'une amélioration des perspectives de demande. Ces dernières demeurent encore le principal frein à une reprise plus soutenue de l'investissement. ■

(3) Cf. dossier « Investissement des entreprises : le creux est-il passé ? » - une estimation de l'évolution de l'investissement dans le secteur des services à partir de l'enquête de conjoncture sur les services.

Stocks

L'évolution des stocks a légèrement soutenu la croissance au premier trimestre de 2003. Le contexte conjoncturel reste toutefois contrasté et très particulier : l'opinion des industriels sur le niveau de leurs stocks est favorable mais les anticipations de production et de demande demeurent nettement pessimistes. Le mouvement des stocks observé début 2003, lié à celui des perspectives de production fin 2002, ne serait que transitoire. Par ailleurs les stocks de l'énergie ont baissé sous l'effet d'une conjoncture spécifique, liée aux conditions climatiques relativement rigoureuses du début d'année.

Sur l'ensemble de l'année 2003, les stocks joueraient un rôle quasi neutre sur la croissance du PIB après deux années de contributions négatives. L'aléa sur cette prévision est plutôt à la hausse. Si un déstockage important ne paraît pas vraisemblable compte tenu de la légèreté des stocks, un retournement à la hausse des anticipations des producteurs n'est pas exclu. Inversement, la hausse de l'euro pourrait peser sur les perspectives de demande adressées aux producteurs français.

Le comportement restrictif en matière de stocks manufacturiers persisterait début 2003...

Globalement, le comportement de stockage a légèrement soutenu la croissance du premier trimestre de 2003 (contribution de +0,2 point). Ceci contraste avec la contribution négative au cours des deux années précédentes (*cf. tableau*), même si cette contribution a été revue à la hausse par les comptes nationaux (*cf. encadré 1*).

ENCADRÉ 1 : LA CONTRIBUTION DES STOCKS À LA CROISSANCE DU PIB A ÉTÉ REVUE À LA HAUSSE EN 2001 ET 2002

La révision des comptes nationaux a modéré les contributions négatives des stocks aux croissances des années 2001 et 2002. La version semi-définitive des comptes de 2001 augmente la croissance de 0,3 point. Cette hausse reflète intégralement celle de la contribution des stocks.

Les variations de stocks ont été sensiblement revues. Pour l'année 2001, le signe même de cette variation est inversé par rapport à la première version des comptes nationaux (de -2,7 Mds d'euros à +3,4). L'ampleur de ces modifications s'explique notamment par la prise en compte des données individuelles d'entreprises de la source EAE (Enquête Annuelle d'Entreprises).

Toutefois, si la mesure des stocks, souvent établie par solde, est comme on le sait fragile, leur contribution à la croissance s'avère une mesure plus robuste qui est privilégiée pour la description des comportements. Cette contribution est en effet restée pratiquement inchangée après la révision de 2001 (de -1,0% à -0,7%, *cf. tableau*) et de 2002 (de -0,6% à -0,4%). À un niveau plus fin, les révisions peuvent être plus importantes. Pour l'année 2001, la contribution des stocks à la croissance de la production de la branche a été sensiblement revue à la hausse pour les biens intermédiaires (de -2,8% à -0,7%) et pour l'automobile (de -4,0% à -2,5%). ■

L'industrie manufacturière contribue à l'essentiel de la modération du déstockage observé au premier trimestre de 2003 : ses stocks contribuent à eux seuls pour +0,3 point de croissance du PIB. La contribution positive des stocks est notable dans l'automobile et les biens d'équipement. Les stocks de biens de consommation restent quant à eux peu dynamiques.

CONTRIBUTION DES STOCKS À LA CROISSANCE

	Évolutions trimestrielles								(en %)		
	2002				2003				Moyennes annuelles		
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	2001	2002	2003
Variations de stocks ⁽¹⁾ (en Mds d'euros 1995)	0,2	-0,5	-0,3	-1,2	-0,4	-0,3	0,1	0,1	3,4	-1,8	-0,6
Contribution des stocks ⁽¹⁾ à l'évolution du PIB (en points de PIB)	0,3	-0,2	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,7	-0,4	0,1

■ Prévision

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

Le principal déterminant des décisions de stockage est la demande anticipée par les entreprises (cf. *encadré 2*). Globalement, la demande intérieure hors stocks a fortement ralenti en 2002, de plus d'un point de contribution à la croissance du PIB. La contribution annualisée de cette demande à la croissance au premier trimestre de 2003 marque un timide rebond, bien qu'elle reste faible (+1,6 point). La branche manufacturière représentant une part prépondérante des variations de stocks, les anticipations des industriels indiquent l'orientation à court terme des comportements de stockage.

La contribution positive des stocks à la croissance manufacturière au premier trimestre de 2003 peut être rapprochée du rebond éphémère des perspectives de production des industriels en novembre et décembre 2002.

L'absence d'amélioration de la demande anticipée au premier semestre de 2003 ne permet pas de prévoir une reconstitution des stocks à court terme. Depuis le début de 2003, les perspectives des industriels se sont en effet dégradées, et restent déprimées d'après l'enquête de conjoncture de mai 2003. Les perspectives sont particulièrement dégradées pour les producteurs de biens intermédiaires, dont les produits prédominent dans les stocks. L'absence de tension sur les capacités de production, leur taux d'utilisation restant inférieur à la moyenne de long terme en avril 2003, n'incite pas non plus les entrepreneurs à reconstituer des stocks de précaution.

Les stocks de la branche « énergie » ont subi une conjoncture spécifique début 2003. Ils ont légèrement diminué au premier trimestre de 2003. Ceci s'explique par une consommation d'énergie primaire accrue par des conditions météorologiques plus rigoureuses que la normale saisonnière ⁽¹⁾. À court terme, la baisse du prix du pétrole laisse présager un arrêt de la baisse des stocks énergétiques.

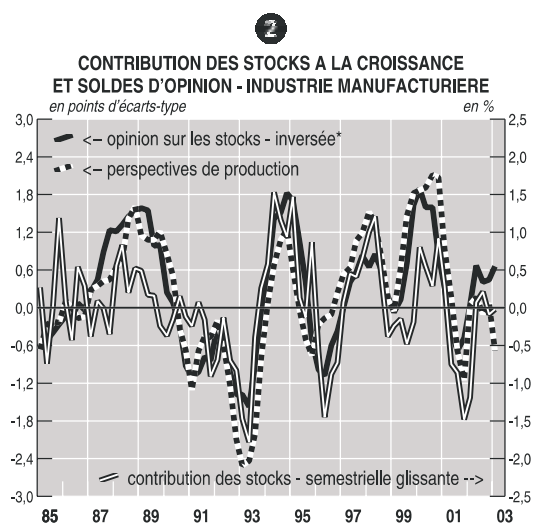
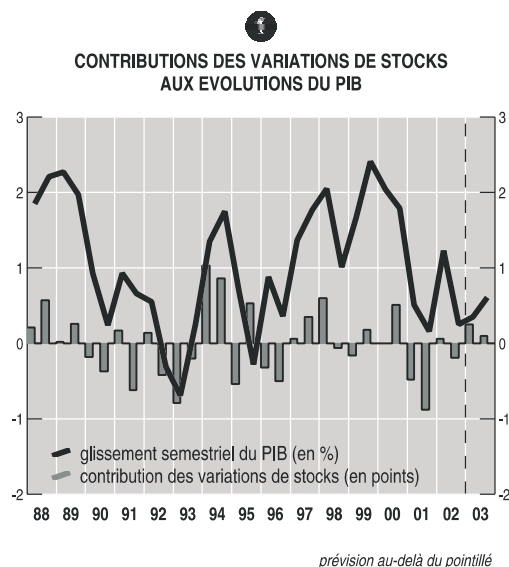
... mais s'atténuerait progressivement au second semestre de 2003

Compte tenu de la légèreté actuelle des stocks, le mouvement d'allègement des stocks des industriels au deuxième trimestre de 2003 serait de durée limitée. Les stocks seraient ensuite maintenus à ce bas niveau au second semestre de 2003. Un moindre déstockage au second semestre de 2003 induirait une contribution des stocks à la croissance manufacturière légèrement positive (cf. *graphique 1*).

La prévision des stocks pour la seconde moitié de 2003 demeure très fragile. Trois aléas à la hausse entourent ce scénario.

Tout d'abord, les industriels continuent de juger leurs stocks légers ⁽²⁾ d'après l'enquête de conjoncture de mai 2003. Ceci est particulièrement vrai pour les biens d'équipement. En revanche, pour les biens intermédiaires, le solde d'opinion est à un niveau

moyen. Le lien entre l'opinion des industriels sur le niveau de leurs stocks et la contribution de ceux-ci à la croissance est clair (cf. *graphique 2*). Vue sous cet angle, la phase conjoncturelle paraît particulière, les stocks étant jugés nettement plus légers que ce que laisserait penser l'état des anticipations des industriels (cf. *graphique 3*). Ceci suggère que la modification du comportement en matière de stocks pourrait commencer dès le second semestre de 2003.



* Une valeur élevée pour ce solde d'opinion inversé signifie que les stocks sont jugés légers.

(1) « Conjoncture énergétique », mars 2003, Observatoire de l'énergie.

(2) L'enquête de conjoncture dans l'industrie mesure l'opinion des industriels sur le niveau de leurs stocks de produits finis. Cette notion de stocks est plus restreinte que celle utilisée dans les comptes trimestriels, qui englobe en outre les stocks de matières premières et de produits semi-finis. Néanmoins, le lien entre le solde d'opinion retenu et la contribution des stocks à la croissance de la production manufacturière est net (cf. *graphique 2*).

ENCADRÉ 2 : LES DÉTERMINANTS DU COMPORTEMENT DE STOCKAGE

Le comportement de stockage des producteurs peut s'analyser de manière simplifiée selon deux axes. Le lissage de la production peut représenter un élément stratégique de l'entreprise. Il lui permet en effet de minimiser ses coûts en utilisant de manière optimale ses capacités de production. De plus, éviter les ruptures de stocks constitue un objectif commercial important. À long terme, l'évolution de ce comportement dépend notamment de la technologie, par exemple celle qui sous-tend la gestion en « flux tendus », ou transite par des innovations financières. À court terme, il dépend des anticipations de demande et de prix ⁽¹⁾. Cette première explication n'est pas suffisante, la production n'étant pas toujours plus lisse que la demande. L'autre axe d'analyse relie les stocks à un effet de surprise sur la demande. Une demande moins forte que prévue amène un gonflement subi des stocks. Cet effet ne peut être que de court terme ⁽²⁾.

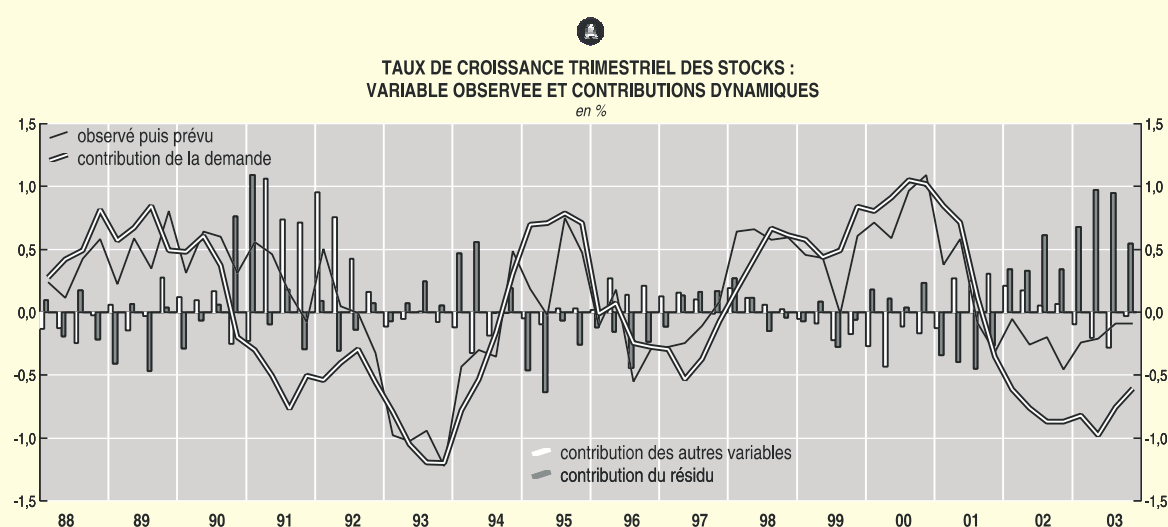
Dans ce cadre d'analyse économique, l'évolution trimestrielle des stocks s'avère correctement modélisée en deux étapes : une relation de long terme, et un ajustement de court terme (cf. dossier « Comment comprendre le comportement de stockage aujourd'hui », V. Passeron, note de conjoncture de mars 2003). ■

1) Les anticipations de prix jouent dans le même sens pour les stocks des producteurs et des utilisateurs.

(2) Si l'entreprise ne peut écouler ses stocks dans une conjoncture durablement déprimée, leur niveau reste élevé. Ceci n'est pas contradictoire avec une contribution nulle ou négative à la croissance.

	Sens de l'effet	Significativité (*)
Relation de long terme		
Demande finale hors stocks	+	+++
Tendance temporelle	-	+++
Niveau du taux de profit	+	+++
Niveau des taux d'intérêt	-	++
Ajustement de court terme		
Surprise sur l'anticipation de demande	-	++
Opinion des industriels sur les stocks de matières premières ou demi-produits	+	+
Prix relatifs des consommations intermédiaires par rapport à ceux de la production, dans l'industrie	-	++
Taux d'utilisation des capacités de production (retardé de deux trimestres)	+	+

(*) La significativité de chaque déterminant est évaluée qualitativement : de + (facteur faiblement significatif, p-value > 5%) à +++ (fortement significatif).



Ensuite, l'accentuation de l'amélioration des conditions financières pourrait augmenter la contribution des stocks au second semestre de 2003.

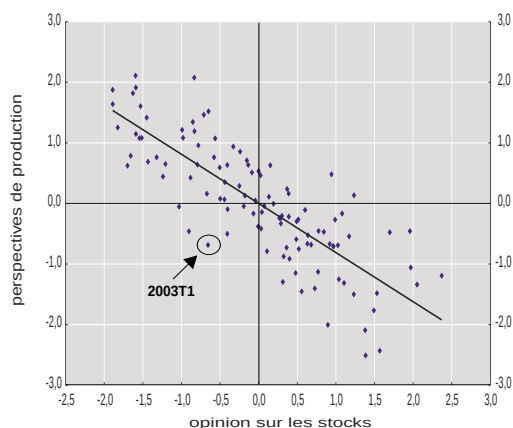
Enfin, une amélioration sensible des perspectives au cours du second semestre de 2003 pourrait amener une reprise plus prononcée de la croissance portée par le comportement en matière de stocks, du type de celle de 1994.

Le comportement de stockage cesserait d'être restrictif en 2003

Sur l'ensemble de l'année 2003, la contribution des stocks serait légèrement positive en moyenne annuelle. Cette évolution représenterait un retournement dans le cycle des stocks, après deux années de contributions négatives.

Toutefois, une évolution plus défavorable n'est pas à exclure, qui serait liée à l'appréciation du taux de change de l'euro. À court terme, un éventuel effet de surprise peut jouer de manière transitoirement positive sur les stocks. Mais ensuite, le renchérissement des prix des produits français tend à diminuer les perspectives de demande des producteurs nationaux. Ceci les mène à réduire leurs stocks. La branche des biens d'équipement, qui a exporté 48% de sa production sur les quatre derniers trimestres,

OPINIONS TRIMESTRIALISÉES DES INDUSTRIELS SUR LEURS STOCKS ET SUR LEURS PERSPECTIVES DE PRODUCTION



Note de lecture :

Chaque point trimestriel représente la moyenne de trois enquêtes de conjoncture. La droite de régression des perspectives (en ordonnée) par l'opinion sur les stocks (en abscisse) est représentée en gras. Le dernier point est entouré. Sa position indique que les industriels jugent leurs stocks plus bas que ce qui serait en ligne avec l'état actuel de leurs perspectives de production.

serait particulièrement affectée. Dans cette alternative, la succession de trois années de contributions des stocks négatives que cela représenterait serait semblable à celle observée en 1991-1993. ■

Résultats des entreprises

Le taux de marge des entreprises non financières qui, depuis le début des années quatre-vingt-dix, oscille entre 39 % et 41 %, a fléchi au quatrième trimestre de 2002. Il s'établit à 39,1% en début d'année.

Le taux de marge se redresserait légèrement à partir du deuxième trimestre de 2003 pour se stabiliser et atteindre 39,5 % en fin d'année. En effet, le prix de la valeur ajoutée augmenterait nettement au deuxième trimestre sous l'effet de la baisse des prix du pétrole. L'impact de cette hausse sur le taux de marge serait en partie atténué par l'augmentation du coût salarial unitaire : les salaires augmenteraient plus vite que la productivité. Cette dernière progresserait légèrement du fait de la reprise de l'activité au troisième trimestre et de la stagnation de l'emploi tout au long de l'année.

L'augmentation de la productivité freinerait la hausse du coût salarial unitaire

La variation du taux de marge se décompose de façon comptable entre les évolutions de la productivité du travail, du coût salarial nominal et du prix de la valeur ajoutée (cf. dossier).

La productivité devrait continuer d'augmenter légèrement tout au long de l'année. Elle reflète en effet l'évolution de l'activité et de l'emploi. Au deuxième trimestre, l'emploi diminuerait légèrement en moyenne trimestrielle et permettrait à la productivité d'augmenter malgré le ralentissement de l'activité. Aux deux trimestres suivants, l'emploi stagnerait tandis que la croissance reprendrait. La productivité continuerait donc de progresser et accélérerait légè-

rement au quatrième trimestre de 2003. La hausse de la productivité atteindrait ainsi 0,5% en 2003 (cf. tableau).

Par ailleurs, le coût salarial nominal par tête continuerait de croître à un rythme soutenu. Les salaires par tête resteraient dynamiques sous l'effet des hausses passées des prix. Après la hausse du taux de cotisation Unédic au premier trimestre, les cotisations à la charge des employeurs cesseraient d'augmenter plus vite que les salaires. Les entreprises non financières bénéficieraient en effet des nouvelles exonérations de charge.

Au total, le coût salarial unitaire ralentirait tout au long de l'année. En moyenne annuelle, sa croissance se maintiendrait toutefois à +2,1% en raison de la forte hausse enregistrée en début d'année 2003.

La hausse du prix de la valeur ajoutée permettrait au taux de marge de légèrement augmenter

La baisse du prix du pétrole au deuxième trimestre se traduirait par une diminution de 0,6% du prix des consommations intermédiaires. Or, à court terme, les entreprises ne répercutent que partiellement l'évolution du prix des consommations intermédiaires sur le prix de vente (cf. encadré de cette même fiche dans la note de conjoncture de mars 2003). Ainsi, le prix de la valeur ajoutée augmenterait de 0,8% au deuxième trimestre. Il augmenterait ensuite plus modérément.

Finalement, le prix de la valeur ajoutée progresserait un peu plus vite que le coût salarial unitaire, notamment au deuxième trimestre. De ce fait, le taux de marge se redresserait au deuxième trimestre de 2003 à 39,4%, et atteindrait 39,5% en fin d'année. ■

LES COÛTS D'EXPLOITATION ET LES PRIX DE PRODUCTION DANS LES SNF-EI*

(en %)

	Évolutions trimestrielles										Variations annuelles		
	2001		2002				2003				2001	2002	2003
	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.			
Coût salarial unitaire	0,6	1,7	-0,7	0,2	0,5	1,0	0,5	0,4	0,4	0,2	3,3	2,0	2,1
Salaire par tête (+)	0,8	0,7	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,5	3,3	2,3	2,4
Productivité par tête (-)	0,1	-1,0	0,8	0,5	0,2	-0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	-0,7	0,3	0,5
Taux apparent de cotisations sociales employeurs (+)	-0,2	0,1	-0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,7	0,0	0,2
Prix de la valeur ajoutée	0,6	0,3	0,5	0,1	0,2	0,3	0,2	0,8	0,5	0,3	2,6	1,5	1,5
Taux de marge (en niveau)	40,0	39,1	39,8	39,8	39,6	39,1	39,1	39,4	39,4	39,5	39,9	39,6	39,3

■ Prévvision

* Sociétés non financières et entreprises individuelles.

Note : La contribution des impôts et subventions est faible. Elle n'a pas été reportée ici (cf. la ligne « Autres éléments » du tableau de décomposition du taux de marge dans le compte associé).

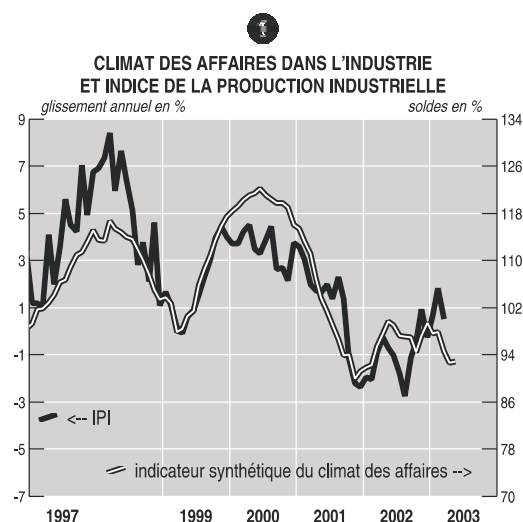
Production

Après s'être légèrement redressée au premier trimestre de 2003, l'activité souffrirait au deuxième trimestre du contexte géopolitique et de la dégradation des échanges extérieurs. La production manufacturière ralentirait ainsi sur l'ensemble du premier semestre, entraînant un recul de l'activité dans les transports et le commerce de gros. Dans la branche construction, le repli observé depuis le second semestre de 2002 se poursuivrait.

Au cours du second semestre, la reprise de la demande extérieure entraînerait un redressement progressif dans l'industrie manufacturière, favorisant celui des transports, puis plus tardivement du commerce de gros. Le secteur du BTP cesserait de se dégrader à la fin de l'année. Par ailleurs, le maintien de la consommation des ménages soutiendrait l'activité dans le commerce de détail et les services : ce dernier secteur resterait bien orienté tout au long de l'année.

Le commerce extérieur cesserait progressivement de pénaliser le secteur manufacturier au second semestre

La production manufacturière diminuerait de 0,2% au deuxième trimestre de 2003, après une croissance faible au premier trimestre (+0,2%). Le climat de forte incertitude généré par la guerre en Irak a pesé sur la conjoncture industrielle du début de l'année (cf. graphique 1). Au deuxième trimestre, malgré



l'atténuation des incertitudes, l'activité continuerait de souffrir de la détérioration des échanges internationaux. Le creux du deuxième trimestre serait en outre accentué par le recul de la demande intérieure, notamment la contraction ponctuelle des dépenses de consommations des ménages en produits manufacturés, par l'accumulation de ponts et peut-être par l'effet des grèves.

C'est dans l'ensemble des branches de l'industrie manufacturière que la production a été faible au premier trimestre de 2003. Elle s'est même contractée dans la branche des biens intermédiaires (-0,4% au

PRODUCTION PAR BRANCHE

	Évolutions trimestrielles												Moyennes annuelles		
	2001				2002				2003				2001	2002	2003
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.			
Agroalimentaire (7,5%)	-0,7	0,5	0,1	1,3	0,7	-0,2	0,6	0,2	-0,2	0,1	0,2	0,4	-0,9	2,0	0,5
Produits manufacturés (26,4%)	0,3	-1,1	0,1	-1,8	1,1	0,9	0,3	-0,5	0,2	-0,2	0,1	0,3	1,6	0,2	0,2
Énergie (3,3%)	1,2	0,8	-0,4	-1,0	-0,2	0,7	0,2	-0,3	3,7	-0,3	0,7	0,7	2,1	-0,4	4,1
Construction (5,5%)	0,8	-1,2	0,2	-0,2	0,0	0,1	-0,8	-0,5	-0,2	-0,4	-0,3	0,0	1,5	-0,8	-1,4
Commerce (8,0%)	0,8	-0,6	0,6	-0,7	0,8	0,2	0,2	-0,2	0,4	0,0	0,3	0,4	2,1	0,6	0,6
Transports (4,0%)	-0,2	-0,3	-1,1	-2,7	2,6	0,0	0,0	0,6	-0,5	-0,2	1,0	0,1	0,3	0,0	0,3
Activités financières (4,6%)	-0,7	-0,7	-0,6	0,0	0,4	0,6	1,0	0,7	1,0	0,4	0,4	0,5	-0,2	1,1	2,9
Autres services marchands (26,3%)	0,6	0,4	0,6	0,5	0,8	0,8	0,6	0,1	0,5	0,5	0,4	0,6	3,4	2,6	1,9
Services non marchands (14,4%)	0,5	0,6	1,0	0,9	1,2	1,1	0,7	0,9	0,3	0,7	0,6	0,7	2,9	3,9	2,6
Total	0,3	-0,2	0,3	-0,3	0,9	0,7	0,4	0,0	0,4	0,2	0,4	0,4	2,0	1,4	1,2

Prévision

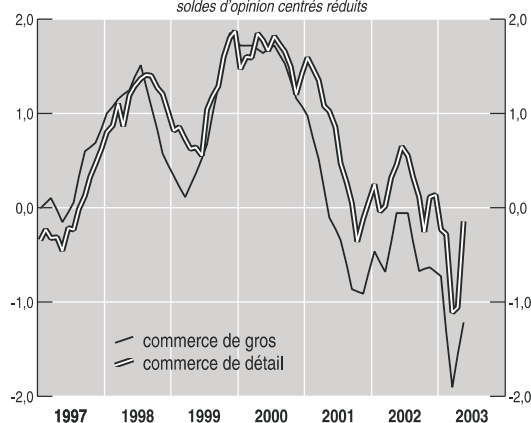
premier trimestre). L'activité de cette branche a pâti de l'insuffisance de la demande, tant de la part des ménages que sur le plan extérieur, ainsi que de la poursuite du mouvement de déstockage. Soutenue par l'investissement, la production de biens d'équipement a progressé de 0,9%. En effet, après le recul de l'année 2002, les dépenses d'investissement des entreprises ont repris au début de 2003, essentiellement dans les biens d'équipement électriques et d'électronique professionnelle. Cependant la dégradation des exportations est sensible dans cette branche : les perspectives de production pour le deuxième trimestre sont en baisse. Dans l'industrie automobile, la diminution des projets d'investissement et de consommation, et la chute des exportations n'ont pour l'instant pas suffi à freiner la production (+0,5% au premier trimestre). L'activité est restée atone dans la branche des biens de consommation (+0,1%) : le maintien des dépenses de consommation des ménages n'a pas suffi à contrecarrer la faiblesse de la demande extérieure.

Après un premier semestre déprimé, le redressement progressif des exportations induirait un raffermissement de l'activité dans l'industrie manufacturière au second semestre. La production repartirait lentement : les perspectives personnelles de production des entrepreneurs issues des enquêtes de conjoncture se stabilisent, mais leur opinion sur leurs carnets de commandes reste orientée défavorablement. Toutefois, les perspectives générales de croissance sont en hausse. Seule la branche des biens intermédiaires ne bénéficierait pas de cette reprise : la production s'y contracterait encore, du fait de la stagnation des exportations.

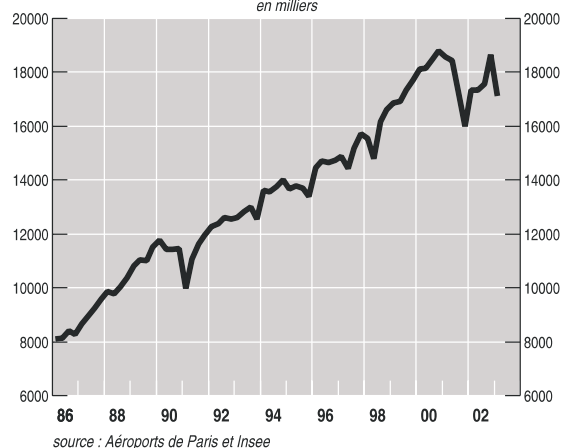
Le commerce de gros bénéficierait plus tardivement que les transports de cette reprise des échanges et de celle des dépenses d'investissement des entreprises

En lien avec le recul des exportations et le ralentissement enregistré dans l'industrie manufacturière, l'activité dans le commerce de gros et les transports resterait médiocre jusqu'à l'été. Dans le commerce de gros, l'activité est restée terne début 2003 (cf. graphique 2). Seule l'activité dans les biens d'équipement s'améliore un peu au premier trimestre, bénéficiant modérément de la reprise de l'investissement. L'enquête de conjoncture de mai indique une nouvelle dégradation des ventes, en particulier vers l'étranger, ce qui entraîne un recul dans tous les secteurs. Les intentions de commandes indiquent un arrêt de la dégradation dans les biens d'équipement et les biens de consommation, suggérant que l'activité globale ne reprendrait que lentement au second semestre 2003, tirée avec retard par le redémarrage industriel et le raffermissement des échanges.

2
**PERSPECTIVES GENERALES D'ACTIVITE
DANS LE COMMERCE**
saldes d'opinion centrés réduits



3
**NOMBRE DE VOYAGEURS AU DEPART
DES AEROPORTS DE PARIS**
en milliers



Après s'être repliée au premier trimestre de 2003 (-0,5%), l'activité dans les transports bénéficierait quant à elle dès le début du second semestre du raffermissement des échanges et dans une moindre mesure de la reprise manufacturière, en particulier pour le transport de marchandises. Le transport de voyageurs se stabiliserait après une baisse au premier trimestre de 2003 illustrée notamment par celle du transport aérien (cf. graphique 3).

Le soutien de la demande intérieure favoriserait le maintien des services et du commerce de détail au second semestre...

Globalement, la production dans les services marchands s'est redressée au premier trimestre de 2003 (+0,5%). Dans les services aux entreprises, elle a accéléré, notamment grâce à la reprise des activités informatiques. La croissance de l'activité immobilière et des services aux particuliers s'est stabilisée. Pour

les trimestres à venir, l'activité dans l'ensemble des services marchands garderait ce même rythme de croissance, en lien avec la reprise progressive des investissements.

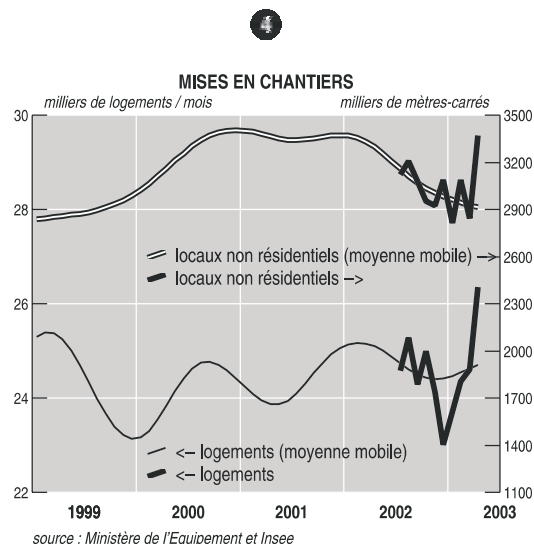
La production dans les services non marchands, directement liée aux dépenses de santé des ménages, a temporairement décéléré au premier trimestre de 2003. Pour les trimestres suivants, l'activité des services non marchands renouerait avec des rythmes de croissance habituels (autour de +3,0% en rythme annuel).

En lien avec le ralentissement de la consommation des ménages, l'activité dans le commerce de détail, d'un niveau moyen à la fin de 2002 et au début de 2003, s'est dégradée au milieu du premier semestre de 2003, essentiellement dans la grande distribution et le secteur de l'habillement (cf. graphique 2). À la fin du premier semestre, les ventes se redressent légèrement dans tous les secteurs et les stocks se stabilisent. Les intentions de commandes et les perspectives générales d'activité retrouvent leur moyenne de longue période, tant dans le commerce spécialisé que généraliste, suggérant ainsi que l'activité dans le commerce de détail, soutenue par la consommation, serait mieux orientée pour tous les secteurs dès le début du second semestre.

... et l'arrêt de la dégradation du secteur de la construction

La production de BTP a de nouveau diminué au premier trimestre de 2003. L'amélioration de l'activité dans le secteur des travaux publics n'a pas suffi à compenser le recul dans le bâtiment (cf. graphique 4). Au début de l'année, le bâtiment a en effet souffert du repli de l'investissement privé.

Les perspectives pour la fin d'année, liées à la reprise de l'investissement, sont celles d'un arrêt de la dégradation de l'activité à l'horizon du quatrième trimestre de 2003. En effet, le niveau toujours très attractif des taux d'intérêt et l'assouplissement du dispositif Besson ⁽¹⁾ permettraient à la demande des ménages en immobilier neuf de se maintenir. En ce qui concerne les entreprises, le profil des autorisations de construire des locaux non résidentiels marque un atterrissage depuis le début d'année. Leur demande, en constant retrait depuis le troisième trimestre de 2001, cesserait de se tasser au cours du quatrième trimestre de 2003. La demande des administrations publiques, après un premier semestre de 2003 soutenu, se stabiliserait aux troisième et quatrième trimestres, souffrant notamment du gel des crédits de l'État, ceci ne remettant cependant pas en cause le raffermissement de la demande. Au total, l'activité du secteur de la construction reculerait de 1,4% sur l'année 2003. Elle atteindrait son point bas au cours de l'été puis se stabiliserait en fin d'année.



Après une baisse légère au deuxième trimestre, la production énergétique reviendrait sur un rythme de croissance positif au second semestre

En contre-coup d'une production énergétique très forte au premier trimestre de 2003, le deuxième trimestre s'inscrirait en léger recul. Au premier trimestre, la production énergétique s'est en effet accrue de 3,6%, stimulée par l'augmentation de la consommation intérieure et des exportations : les températures inférieures à la normale saisonnière en janvier ont dynamisé la consommation des ménages (+4,9%) et les exportations totales ont augmenté de 2,2%, entraînant un déstockage. Ce sont les produits raffinés qui se sont exportés massivement (+6,1%) alors que les exportations d'électricité se sont rétractées (-2,8%).

La croissance de la production énergétique serait faible au deuxième trimestre et se raffermirait au second semestre pour atteindre un rythme de +0,7% par trimestre. La demande énergétique des ménages reviendrait sur un rythme tendanciel au second semestre (+0,7% aux troisième et quatrième trimestres). Avec la reprise très progressive de l'activité industrielle, la demande des entreprises en énergie retrouverait par ailleurs un rythme légèrement positif dès le deuxième trimestre de 2003.

(1) La loi Besson, instituée en 1999, permet de déduire des revenus imposables une partie des investissements immobiliers faits par les ménages qui acquièrent un logement neuf en vue de le louer pendant neuf ans minimum.

La production agroalimentaire progresserait au second semestre

Les conditions climatiques de l'hiver 2002-2003 se sont révélées très défavorables et ont induit des destructions de cultures d'hiver, qui ne seraient que partiellement compensées par les semis de printemps. Ainsi les surfaces en blé et en avoine seraient en diminution, alors que la sole de seigle resterait stable et que celles d'orge et de colza augmenteraient.

En ce qui concerne la production animale, on s'attend à une stabilisation voire à une légère diminution. Suite au repli du cheptel bovin observé en 2002, la production bovine diminuerait en 2003 ce

qui permettrait un raffermissement des cours. De même, la production de volailles se replierait. La production ovine et porcine quant à elle se stabiliserait.

Dans l'industrie agroalimentaire, la production de viande et de lait a légèrement fléchi au premier trimestre de 2003 (-0,1%), avant un possible rebond au deuxième trimestre. Quant à la production des autres industries agroalimentaires, elle est en augmentation de 0,2% au premier trimestre.

En lien avec la reprise de la demande extérieure et celle de la consommation des ménages, l'activité dans les industries agroalimentaires accélérerait au cours du second semestre. ■

ENCADRÉ : LE MARCHÉ DE L'IMMOBILIER RESTE DYNAMIQUE

Dans le contexte actuel de faible croissance de l'activité, le marché de l'immobilier reste dynamique, déjouant depuis deux ans de nombreux pronostics. La bonne tenue des secteurs du logement ancien et du logement neuf résidentiel sont les principaux déterminants de cette résistance.

Après une année 2002 qualifiée d'exceptionnelle par les agences immobilières, l'activité du marché du logement ancien demeure en effet soutenue au début de 2003, avec un volume de transactions tendant à se stabiliser à un haut niveau. Cette partie du marché du logement étant constituée exclusivement de transactions entre particuliers, son activité n'engendre toutefois ni production ni investissement logement ⁽¹⁾.

En ce qui concerne le logement neuf, la demande ne tarit pas : 19 400 appartements neufs ont été vendus au cours du quatrième trimestre de 2002 (+13,5% par rapport au même trimestre de l'année précédente). Le marché du logement neuf demeure très fluide : au quatrième trimestre de 2002, le délai moyen d'écoulement de l'offre disponible d'appartements était de 6,7 mois. Les autorisations de construction de logements ⁽²⁾ se maintiennent à un niveau élevé. Avec plus de 87 000 permis de construire délivrés au premier trimestre de 2003 (+3,5% par rapport au quatrième trimestre de 2002), l'activité dans la construction neuve de logements devrait rester dynamique cette année. Cette tendance à la hausse des permis de construire est le fait du logement collectif, le logement individuel étant orienté à la baisse au début 2003. Les mises en chantier du premier trimestre de 2003 se situent dans la continuité du quatrième trimestre de 2002, sur un rythme mensuel d'un peu plus de 24 000 logements déclarés commencés (cf. graphique 4). Les promoteurs interrogés à l'enquête trimestrielle de conjoncture sur la promotion immobilière la plus récente (réalisée en avril 2003) indiquent que la demande de logements neufs à acheter se stabilise à un niveau élevé. La demande de logements neufs à louer se stabilise également. Après s'être nettement dégradées depuis deux enquêtes, les

prévisions de mises en chantier des promoteurs réalisant des opérations principalement en vue de la vente rebondissent légèrement. Les perspectives de mises en chantier de logements destinés à la location se stabilisent à leur niveau moyen. Ces indications données par les enquêtes de conjoncture suggèrent bien un maintien du dynamisme du marché de l'immobilier résidentiel sur le premier semestre de l'année 2003.

Le dynamisme du marché du logement s'explique tout d'abord par la pénurie de logements locatifs dans certaines grandes agglomérations. À cet égard, deux effets paraissent à l'œuvre : les locataires potentiels tendent à se reporter sur l'accession à la propriété ; l'assèchement du marché locatif incite les ménages à l'achat - investissement en raison de loyers élevés. En outre, les conditions monétaires demeurent favorables, avec des taux d'intérêt très bas qui permettent aux ménages d'investir plus aisément dans l'achat d'un logement. La baisse passée des cours boursiers réoriente également l'épargne des ménages vers la pierre, traditionnelle valeur refuge. Enfin, il subsiste des mesures fiscales incitatives à l'achat de logements, même si l'essentiel des effets positifs attendus des mesures mises en place ces dernières années a déjà été engrangé. En particulier, l'assouplissement du dispositif Besson devrait contribuer au soutien de l'investissement logement des ménages dans les mois à venir.

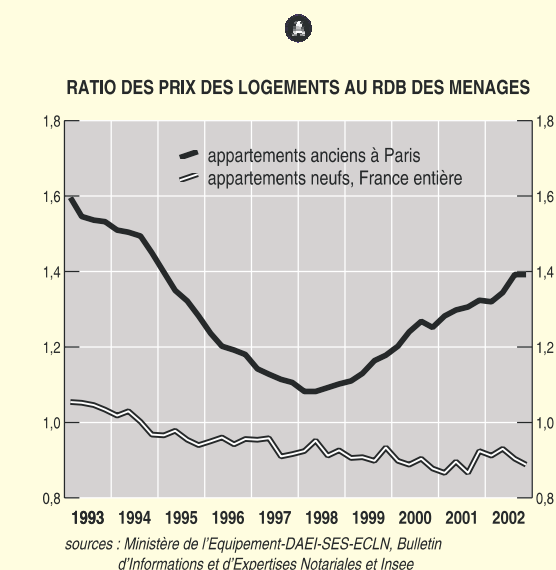
Plusieurs aléas sont cependant susceptibles de peser sur le dynamisme du marché dans ce secteur. Les prix du logement ancien ont en effet connu une accélération au second semestre de 2002 : les prix des appartements anciens à Paris ont ainsi progressé de +6,7% contre +2,7%

(1) En dehors des services éventuels des agences immobilières.

(2) Les indicateurs de mises en chantier et d'autorisations de construire étant très volatiles à très court terme, c'est leur tendance à moyen terme (moyenne mobile) que l'on commente ici.

au premier semestre de 2002. Cette hausse des prix pourrait, si elle concernait également les prix du logement neuf, entraîner l'infléchissement de la solvabilité des ménages, constituant de la sorte un aléa négatif pour l'environnement des marchés. Or, début 2003, l'exposition à ce type de risque semble mineure du fait de la stabilisation en 2002 des prix du logement neuf : le ratio des prix des logements neufs, sur l'ensemble de la France, au RDB des ménages ne connaît pas de progression marquée, se maintenant à un niveau inférieur à celui de la situation de crise qui prévalait au début des années 1990 (cf. graphique A). Plus préoccupant sans doute, la remontée du chômage pèse sur la confiance des ménages et, par suite, sur le volume des transactions immobilières. À ceci pourrait s'ajouter l'incidence défavorable à terme de la hausse continue du taux d'endettement des ménages. Celui-ci se rapproche en effet des sommets atteints au début des années quatre-vingt-dix.

La situation paraît moins favorable sur le marché des locaux neufs non résidentiels, plus en ligne avec le scénario global d'activité dans la construction. Après une année 2002 caractérisée par une dégradation continue de l'activité, une inflexion se dessine début 2003 : les mises en chantier marquent un atterrissage tandis que les autorisations de construire amorcent une reprise (cf. graphique 4). L'examen détaillé des différents types de bâtiments indique que la conjoncture du secteur indus-



trial reste morose, tandis que l'investissement en bâtiments cesse de se tasser dans le tertiaire. La bonne tenue relative des mises en chantier depuis le début d'année vient pour l'essentiel des collectivités locales, dont l'investissement semble redémarrer, ainsi que du secteur agricole dont la détente observée en 2002 s'est interrompue. ■