



Fiches

Thématiques

Environnement international de la zone euro

L'environnement international de la zone euro serait moins porteur au cours du premier semestre de 2005 que fin 2004. Aux États-Unis, la croissance se maintiendrait sur des rythmes annuels proches de 3,5% (cf. tableau 1) grâce à une nouvelle accélération de l'emploi, mais les importations seraient moins dynamiques à cause du freinage de la demande interne amorcé fin 2004. Au Royaume-Uni, l'activité économique serait en léger ralentissement suite à une demande intérieure plus faible que par le passé. Au Japon, l'activité resterait peu dynamique au premier semestre de 2005, pénalisée par un marché du travail dégradé et un moindre dynamisme des exportations.

Globalement, la demande mondiale adressée à la zone euro poursuivrait début 2005 l'infléchissement engagé mi-2004.

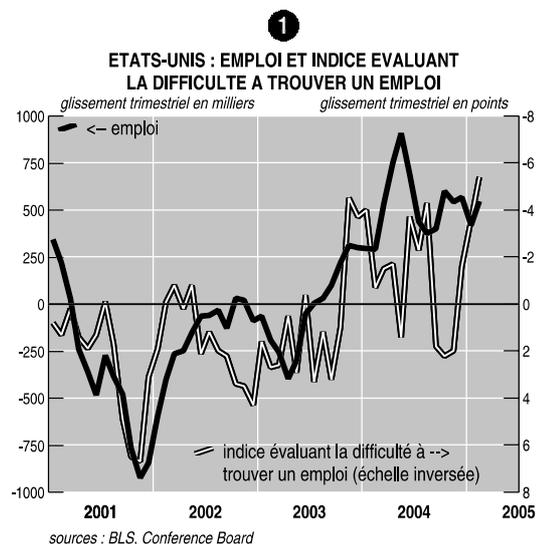
Aux États-Unis, la croissance du PIB se maintiendrait au cours du premier semestre de 2005 sur des rythmes annuels proches de 3,5%, mais les importations seraient moins dynamiques

L'emploi accélérerait début 2005. Les créations avoisineraient +300 000 par mois, soit +0,7% en rythme trimestriel. Les demandes d'assurance chômage, qui sont un indicateur coïncident de l'emploi, ont en effet nettement baissé à partir du mois de février. Les enquêtes du Conference Board auprès des ménages indiquent également qu'il est maintenant moins difficile de trouver un emploi (cf. graphique 1). Cette nouvelle accélération de l'emploi permettrait à la consommation de rester dynamique au cours des deux premiers trimestres de l'année. Les créations reviendraient ensuite au cours du deuxième trimestre vers des rythmes de l'ordre de +150 000 par mois.

La consommation serait essentiellement soutenue par la progression des revenus salariaux au cours des deux premiers trimestres de 2005. La politique budgétaire serait neutre : le budget de l'année fiscale 2005 (déjà voté) prévoit de maintenir les baisses d'impôts accordées aux ménages en 2001 et 2003 et l'effet du stimulus fiscal serait derrière nous. Quant aux conditions monétaires, elles continueraient de se durcir, en lien avec un redressement progressif du taux des Fed funds (cf. fiche « Financement de l'économie »). Des tensions inflationnistes ne sont en ef-

fet pas exclues en 2005 du fait d'un prix du pétrole toujours élevé et d'un ralentissement anticipé de la productivité (cf. encadré).

Les ménages ne bénéficieraient pas en 2005 de dividendes aussi élevés que ceux du quatrième trimestre de 2004 : ceux-ci ont été gonflés suite au versement par la société Microsoft de 3\$ par action. Ces dividendes exceptionnels (32 milliards de \$, soit environ 3 points de revenu disponible trimestriel) auraient favorisé ponctuellement la consommation fin 2004, en relâchant la contrainte de liquidité de certains ménages. Ils seraient néanmoins en grande partie épargnés et n'auraient donc que peu d'effet sur la consommation en 2005. Quant au prix du pétrole, il continue de peser sur le pouvoir d'achat des ménages. Avec un maintien autour de 40\$ le brent à la mi-2005, l'impact de la hausse de 30\$ à 40\$ observée au cours de l'année 2004 resterait néanmoins limité. Selon le modèle du FMI, elle augmenterait en effet les prix d'environ 0,2 point par trimestre et pèserait sur la consommation à hauteur de 0,1 point par trimestre⁽¹⁾.



(1) Selon le modèle du FMI, une hausse instantanée et maintenue de 30% du prix du pétrole, de 30\$ à 40\$ par exemple, aurait un effet de +1,2 point sur les prix et de -0,5 point sur la demande interne (et sur le PIB) au bout d'un an.

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

(en %)

	Variations trimestrielles								Variations annuelles		
	2003		2004				2005		2003	2004	2005 acquis
	3 ^{er} T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^{er} T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.			
ÉTATS-UNIS (37,2%)⁽¹⁾											
PIB	1,8	1,0	1,1	0,8	1,0	0,9	0,8	0,9	3,0	4,4	2,9
Consommation	1,2	0,9	1,0	0,4	1,3	1,0	0,7	1,0	3,3	3,8	3,0
Investissement privé ⁽²⁾	4,3	2,6	1,2	3,5	2,3	2,6	1,8	1,1	5,1	10,7	6,6
<i>Investissement privé hors logement</i>	3,7	2,6	1,0	3,0	3,1	3,3	2,0	1,5	3,3	10,6	7,9
<i>Investissement logement</i>	5,2	2,3	1,2	3,9	0,4	0,5	1,0	0,0	8,8	9,6	2,5
Dépenses gouvernementales ⁽³⁾	0,0	0,4	0,6	0,6	0,2	0,3	0,6	0,5	2,8	2,0	1,5
Exportations	2,7	4,1	1,8	1,8	1,5	0,6	2,5	1,0	1,9	8,5	4,8
Importations	0,7	4,0	2,6	3,0	1,1	2,7	1,5	1,0	4,4	9,9	5,6
Contributions :											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	1,5	1,1	1,0	0,9	1,3	1,1	0,9	1,0	3,5	4,5	3,3
<i>Variations de stocks</i>	0,1	0,1	0,3	0,2	-0,2	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,4	-0,1
<i>Commerce extérieur</i>	0,2	-0,2	-0,2	-0,3	0,0	-0,4	0,0	-0,1	-0,4	-0,6	-0,4
ROYAUME-UNI (5,6%)⁽¹⁾											
PIB	0,9	1,0	0,6	1,0	0,5	0,7	0,4	0,5	2,2	3,1	1,8
Consommation	1,0	0,5	1,1	0,7	0,6	0,4	0,4	0,6	2,3	3,1	1,6
Investissement total	0,5	1,7	1,8	1,8	0,9	1,4	0,9	0,7	2,2	5,9	3,3
<i>Investissement des entreprises</i>	0,0	1,5	1,8	1,1	1,3	0,7	1,0	0,7	-1,2	5,4	3,0
<i>Investissement des ménages ⁽⁴⁾</i>	-0,7	1,6	2,6	3,6	0,4	-1,0	-1,0	0,0	4,0	6,1	-0,6
<i>Investissement public ⁽⁴⁾</i>	7,6	3,1	0,1	1,7	-0,2	9,7	4,0	2,0	24,1	8,9	13,1
Consommation publique ⁽⁵⁾	1,4	1,9	0,8	0,7	1,2	0,8	0,5	0,5	3,4	4,5	2,3
Exportations	-0,1	3,0	-1,6	2,1	1,2	1,9	1,0	0,5	0,9	3,7	3,9
Importations	1,6	3,0	0,2	1,4	1,9	2,0	1,0	0,8	1,8	5,1	4,4
Contributions :											
<i>Demande intérieure hors stocks ⁽⁴⁾</i>	1,0	1,1	1,2	0,9	0,8	0,7	0,5	0,6	2,6	4,0	2,1
<i>Variations de stocks</i>	0,4	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,0
<i>Commerce extérieur</i>	-0,5	-0,1	-0,5	0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,9	-0,3
JAPON (14,8%)⁽¹⁾											
PIB	0,4	1,4	1,5	-0,3	-0,3	0,1	0,3	0,2	1,4	2,6	0,4
Consommation	0,1	1,1	0,7	0,1	-0,2	-0,3	0,2	0,0	0,2	1,5	-0,1
Investissement total	-0,4	2,6	0,4	-1,4	-0,3	0,1	0,1	0,2	1,1	1,5	-0,2
<i>Investissement privé</i>	0,3	4,4	-1,8	3,2	0,1	0,2	0,1	0,2	5,1	5,0	1,2
<i>Investissement privé hors logement</i>	-0,1	5,7	-2,3	3,7	-0,1	0,1	0,0	0,2	6,6	5,7	1,0
<i>Investissement logement</i>	2,2	-1,0	0,4	1,1	0,8	0,9	0,5	0,5	-1,1	2,2	2,2
<i>Investissement public</i>	-3,0	-3,6	8,7	-16,9	-1,9	-0,4	0,0	0,0	-10,6	-10,8	-6,1
Consommation publique	0,9	0,2	1,2	0,8	0,3	0,8	0,8	0,8	1,2	2,7	2,8
Exportations	3,4	5,2	4,7	3,5	0,6	1,2	1,3	1,0	9,1	14,4	4,6
Importations	2,2	2,1	3,3	2,0	2,2	2,4	1,5	1,0	3,8	8,9	6,0
Contributions :											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,1	1,3	0,7	-0,2	-0,1	0,0	0,3	0,2	0,6	1,7	0,3
<i>Variations de stocks</i>	0,2	-0,3	0,6	-0,4	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0
<i>Commerce extérieur</i>	0,2	0,4	0,3	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,6	0,8	0,0

Préviation

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

(2) Investissements des entreprises et des ménages.

(3) Consommation et investissements publics.

(4) Postes non renseignés dans le compte provisoire.

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

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

Parallèlement, l'investissement des ménages stagnerait au deuxième trimestre de 2005 en lien avec le durcissement des conditions monétaires. Sa croissance au premier trimestre de 2005 ne serait que temporaire et résulterait de la légère baisse des taux de financement hypothécaire observée fin 2004.

Quant aux entreprises, elles diminueraient leur rythme d'investissement en 2005. L'arrivée à échéance fin 2004 de la mesure d'allègement fiscal relative à l'amortissement du capital des entreprises

engendrerait un ralentissement de l'investissement au premier trimestre de 2005. Les perspectives des entreprises sont également moins favorables depuis quelques mois : l'indice ISM de confiance des industriels a significativement baissé depuis la mi-2004. Enfin, avec une politique monétaire moins accommodante, les conditions de crédit se durciraient progressivement.

Les exportations américaines seraient dynamiques début 2005 en raison de la dépréciation du dollar fin 2004. Les États-Unis bénéficieraient des gains de compétitivité-prix assurés par la dépréciation de

leur monnaie depuis 6 mois, comme le montrent les perspectives à l'exportation de l'indice ISM des mois de décembre, janvier et février. Quant aux importations, elles ralentiraient au cours du premier semestre en lien avec le freinage amorcé fin 2004 par la demande interne, et la consommation en particulier.

Au total, la croissance du PIB au cours des deux premiers trimestres de 2005 serait proche de 3,5% en rythme annualisé. Deux aléas principaux pèsent sur ce scénario. Le premier, positif, est celui de création d'emplois qui se maintiennent au deuxième trimestre à +300 000 par mois, comme c'est arrivé plusieurs fois à la fin des années 1990. Le second, négatif, est celui d'une inflation plus forte, liée soit à un prix du pétrole durablement autour de 50\$ le baril de Brent, soit à une nouvelle période de dépréciation du dollar par rapport aux monnaies des partenaires commerciaux des États-Unis. Au-delà de l'effet direct sur le pouvoir d'achat des ménages, une poussée inflationniste trop forte pourrait également contraindre la Fed à relever plus fortement ses taux directeurs et engendrer ainsi un durcissement important des conditions financières.

Au Royaume-Uni, l'activité économique n'accélérerait pas dans les trimestres à venir, la consommation privée n'étant plus soutenue par un marché immobilier dynamique

En raison de la progression des taux d'intérêt et d'une perte de confiance dans le marché immobilier, la consommation des ménages serait moins soutenue en 2005 qu'en 2004. Majoritairement endettés à taux variables et ayant recours au mécanisme de refinancement hypothécaire, les ménages britanniques seraient doublement affectés par le relèvement des taux d'intérêt et par le ralentissement des prix immobiliers. En effet, la politique de resserrement monétaire pratiquée par la Banque d'Angleterre de novembre 2003 à août 2004, de plus de 100 points de base, aurait provoqué un alourdissement sensible de la charge de leur dette et serait à l'origine du retournement progressif du marché immobilier. Or les ménages britanniques garantissent leurs crédits à la consommation sur la valeur de leur logement. La baisse des prix de l'immobilier amorcée depuis octobre 2004 pourrait donc avoir un impact négatif sur leurs dépenses. Ainsi, la croissance de la consommation s'est établie au quatrième trimestre de 2004 à 0,4% après 0,6% au troisième trimestre. Cependant, depuis décembre selon l'indice Halifax, et janvier selon l'indice Nationwide, les prix de l'immobilier auraient temporairement arrêté de baisser. De plus, le marché du travail reste très tendu et la progression des salaires se poursuit. Le taux de chômage a atteint en janvier son plus bas niveau de 2,6% depuis juin 1975. Le taux d'épargne et le revenu disponible nominal ont progressé tout au long de l'année 2004. Dans l'hypothèse où les prix des logements se stabiliseraient ou baisseraient graduellement, la consommation des ménages réaccélérerait

légèrement au cours des prochains trimestres, tout en se maintenant à des rythmes de croissance plus faibles qu'en 2004, de l'ordre de 0,4% au premier trimestre de 2005, puis 0,6% au deuxième trimestre.

De son côté, l'investissement des ménages se dégraderait encore fin 2004 - début 2005, avant de se stabiliser en milieu d'année. En effet, le nombre des transactions immobilières est en fort ralentissement depuis la mi-2004, suite à la hausse des taux d'intérêt, notamment du taux d'emprunt hypothécaire. L'investissement des ménages serait pénalisé par le ralentissement des prix de l'immobilier depuis le deuxième trimestre de 2004 (cf. graphique 2). Dans ce contexte d'incertitudes concernant l'évolution du marché du logement et, de ce fait, de la consommation des ménages, la Banque d'Angleterre ne devrait pas relever ses taux à court terme. De plus, dans son dernier rapport trimestriel sur l'inflation, le Comité de Politique Monétaire prévoit que l'inflation n'atteindra pas la cible de 2% avant 2006. En janvier, celle-ci s'est stabilisée à 1,6% en glissement annuel, soit son plus haut niveau depuis sept mois.

Les bonnes perspectives de production des industriels conduiraient à une légère accélération de l'investissement des entreprises début 2005. Cependant, les carnets de commandes à l'exportation restent mal orientés : sur le plan international, le secteur industriel britannique peinerait à rester compétitif en raison de l'évolution du change. Par ailleurs, le dérapage des coûts de la main-d'œuvre, lié à l'inflation salariale, ainsi que le faible dynamisme de la consommation des ménages, devraient peser sur l'investissement des entreprises à partir du deuxième trimestre. Concernant la politique budgétaire, l'État devrait maintenir une croissance de l'investissement public robuste et mener une politique fiscale neutre, au moins jusqu'aux élections législatives qui se tiendront *a priori* en mai 2005.

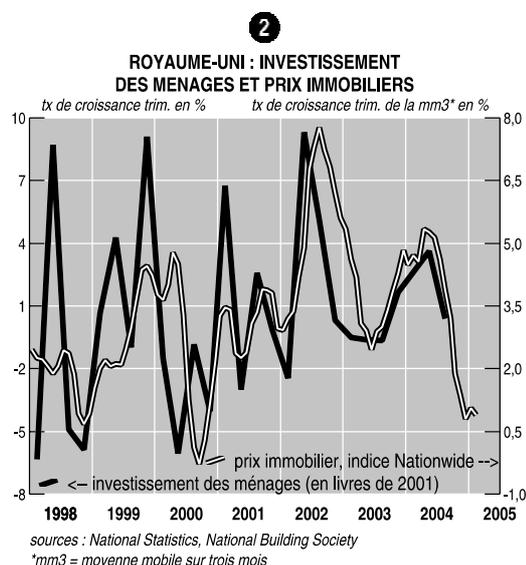


TABLEAU 2 : COMPTES DES MÉNAGES

(en %)

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

* Il s'agit d'un acquis à la fin du troisième trimestre pour l'emploi, le revenu et l'épargne.

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

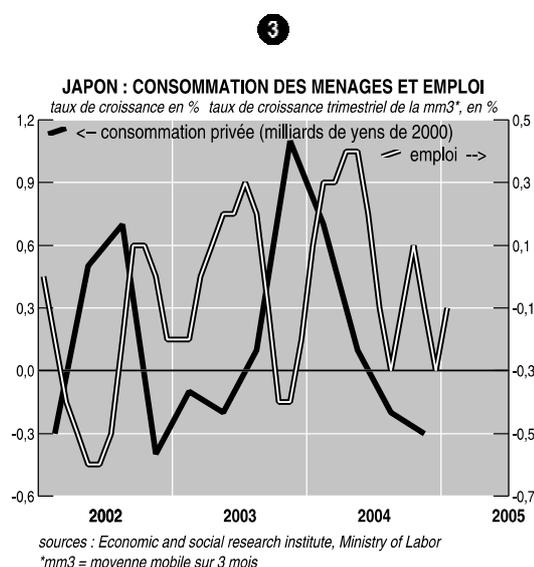
Après une forte croissance de près de 2% fin 2004, les exportations britanniques fléchiraient avec la demande extérieure à partir de 2005. Doublement pénalisées par une monnaie qui s'apprécie par rapport au dollar et par un ralentissement de la demande étrangère, en particulier par la baisse de croissance des importations américaines, les exportations britanniques devraient ralentir en 2005. En raison d'une croissance de la demande domestique en tassement à partir de 2005, les importations britanniques seraient également moins dynamiques que les trimestres précédents.

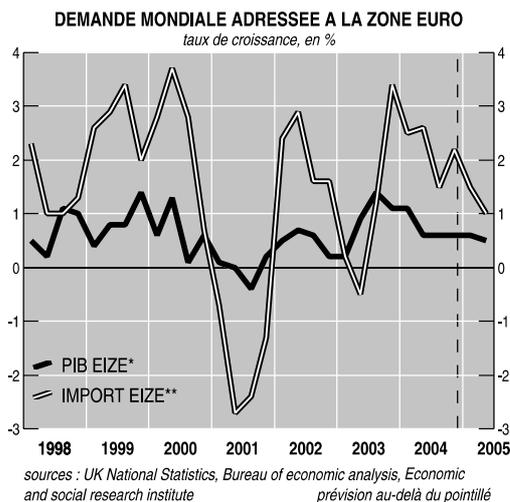
Au total, la croissance du PIB serait en ralentissement à partir de 2005, de l'ordre de 0,4% au premier trimestre et 0,5% au deuxième trimestre.

Au Japon, l'activité économique serait peu dynamique au premier semestre de 2005 en dépit d'un faible rebond au premier trimestre de 2005

Avec un ralentissement de la demande intérieure et une contribution nulle du commerce extérieur, la croissance du PIB japonais serait faible au premier semestre de 2005. Elle atteindrait +0,2% en rythme trimestriel au deuxième trimestre de 2005 et ne serait que légèrement plus forte au premier trimestre (+0,3% en variation trimestrielle) sous l'effet d'un rebond temporaire de la consommation des ménages et du maintien d'une croissance retenue des exportations.

La consommation des ménages resterait peu dynamique au premier semestre de 2005 en raison des faibles perspectives de croissance des revenus des ménages. Ceux-ci ont reculé de 3% au quatrième trimestre de 2004 après -0,4% au trimestre précédent. La politique fiscale resterait neutre jusque fin 2005 et n'affecterait donc pas la consommation. Des hausses d'impôts sont certes prévues dans le projet de loi de finance de 2005 ; mais elles ne seraient effectives qu'à partir de janvier 2006. La consommation des ménages connaîtrait une légère accélération au premier trimestre de 2005 sous l'effet d'une progression du salaire moyen (+2,2% au quatrième trimestre de 2004). Elle ralentirait au deuxième





* PIB de l'Environnement International de la Zone Euro : somme des taux de croissance des PIB américain, britannique et japonais, pondérée par la part respective des pays dans le PIB de l'OCDE.

** Importations agrégées de l'Environnement International de la Zone Euro : somme des taux de croissance des importations américaines, britanniques et japonaises pondérée par la part respective des pays dans le PIB de l'OCDE.

trimestre en raison de la dégradation de l'emploi (cf. graphique 3). L'investissement des ménages serait orienté à la baisse à partir du premier trimestre de 2005 en raison du recul du pouvoir d'achat des ménages observé en fin d'année 2004.

La croissance de l'investissement des entreprises resterait déprimée au premier semestre de 2005. En effet, le ralentissement des importations américaines à partir du premier trimestre de 2005 ainsi que le faible dynamisme de la consommation des ménages pèseraient sur l'investissement des entreprises. Ce mouvement serait toutefois modéré par la poursuite

d'une politique monétaire accommodante et la progression des profits des entreprises japonaises. D'après l'enquête Tankan pour le quatrième trimestre de 2004, les entreprises japonaises anticipent une progression de leurs profits de 15,3% en 2004 (après +14,4% en 2003).

La contribution du commerce extérieur à la croissance est restée fortement positive au Japon jusqu'au deuxième trimestre de 2004. Au second semestre de 2004, l'appréciation du yen par rapport au dollar et le moindre dynamisme des importations américaines ont affecté négativement la croissance des exportations japonaises. Celles-ci demeureraient toutefois assez dynamiques au premier trimestre de 2005 sous l'effet du léger rebond des importations américaines enregistré au quatrième trimestre de 2004. Cependant le ralentissement attendu des importations américaines à partir du premier trimestre de 2005 combiné au maintien d'un taux de change yen-dollar élevé début 2005 pénaliseraient les exportations au deuxième trimestre.

La demande mondiale adressée à la zone euro décélérerait au cours du premier semestre de 2005

Au cours du premier semestre de 2005, la demande mondiale adressée à la zone euro serait en nette décélération par rapport à la fin de 2004 : les importations américaines, britanniques et japonaises ralentiraient sous le coup d'un moindre dynamisme de la demande intérieure dans chacun des pays concernés (cf. graphique 4). C'est essentiellement le ralentissement des importations en provenance des États-Unis qui serait à l'origine de la baisse de croissance de la demande adressée à la zone euro. ■

ENCADRÉ : ÉTATS-UNIS : Y A-T-IL UN RISQUE INFLATIONNISTE EN 2005 ?

En 2004, la hausse du prix du pétrole et la dépréciation du dollar par rapport aux monnaies des partenaires commerciaux des États-Unis ont fait craindre l'apparition d'une inflation trop élevée. Le glissement annuel du déflateur de la consommation a d'ailleurs augmenté entre fin 2003 et fin 2004, de 1,6% à 2,4%. Faut-il anticiper en 2005 une inflation aussi forte, voire plus forte ? Le lien étroit qui existe entre les prix et les salaires, généralement appelé boucle prix-salaires, risque-t-il de maintenir en 2005 l'impact des facteurs inflationnistes passés ? La théorie économique laisse penser que tel n'est pas le cas. En 2004, l'accélération des prix résulterait en effet de celle du prix des importations et, dans une moindre mesure, de la productivité du capital. En revanche, les salaires n'auraient pas contribué à la hausse de l'inflation. Ainsi, avec la disparition des facteurs qui ont contribué à l'accélération du prix des importations en 2004, c'est-à-dire sous l'hypothèse d'un prix du pétrole et d'une monnaie américaine qui se stabilisent, l'inflation ne serait pas entretenue en 2005 par une boucle prix-salaires. Cet encadré expose les déterminants de l'accélération des prix en 2004.

Les déterminants de l'inflation selon la théorie économique

Les prix à la consommation dépendent des prix à la production et à l'importation. Les biens consommés sont en effet soit produits localement, soit importés. Ces prix sont mesurés ici respectivement par le déflateur de la consommation noté p_c , du PIB p et des importations p_m . Toutes les grandeurs sont prises en logarithme. La relation précédente s'écrit alors :

$$p_c = f(p, p_m) \quad (1)$$

Les prix à la production sont quant à eux déterminés par le coût des différents facteurs de production, le travail et le capital ici, ainsi que par la productivité globale des facteurs. Plus le coût des facteurs de production augmente, plus les entreprises augmentent leurs prix. Par ailleurs, quand la productivité globale des facteurs augmente, les entreprises produisent plus grâce à une moindre quantité de facteurs, ce qui les conduit à baisser leurs prix. En no-

tant w et p le coût du travail et du capital et a la productivité globale des facteurs, cette deuxième relation, communément appelée « frontière du prix des facteurs » s'écrit :

$$p = g(w, p, a)$$

La « frontière du prix des facteurs » est en général difficile à estimer directement car le coût du capital est mal mesuré. Une solution consiste à utiliser le fait que les entreprises égalisent la productivité du capital ($y-k$) à son coût réel ($p-p$). On estime alors une relation du type :

$$p = h(w, y - k, a) \quad (2)$$

Enfin, en combinant les relations (1) et (2), on obtient une relation entre les prix à la consommation, le coût du travail, la productivité du capital, la productivité globale des facteurs et les prix à l'importation.

$$p_c = i(w, y - k, a, p_m) \quad (3)$$

Les salaires n'expliquent pas l'accélération des prix en 2004 ...

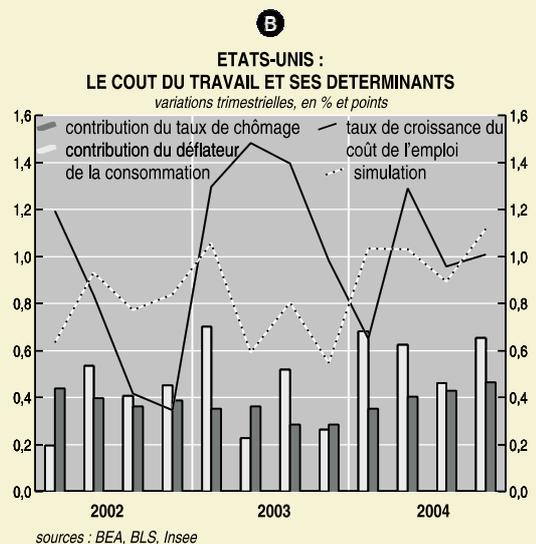
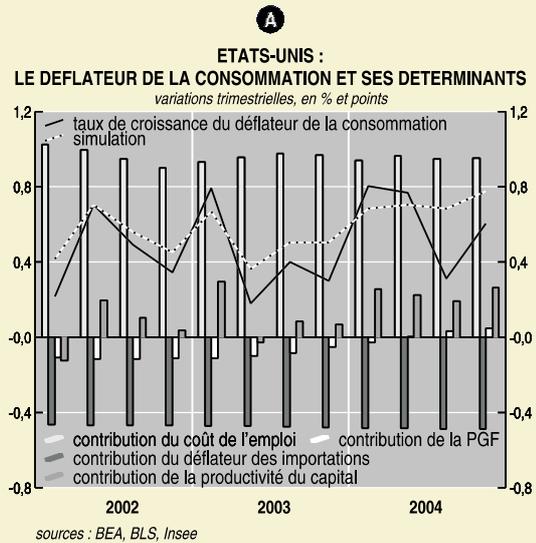
Les relations (1) et (2) ont été estimées pour les États-Unis sur les périodes 1980-2002 et 1985-2002. La relation (3) s'en déduit. Le graphique A montre l'évolution observée du déflateur de la consommation, celle simulée par le modèle ainsi que les contributions économétriques des différentes variables. L'accélération des prix entre 2003 et 2004 résulte essentiellement de celle du prix des importations, et dans une moindre mesure de celle de la productivité du capital. L'accélération du prix des importations est, comme on peut s'y attendre, très liée à la dépréciation du dollar et à la hausse du prix du pétrole. Quant à celle de la productivité du capital, elle traduit la hausse du taux d'utilisation du capital et l'apparition de tensions sur l'appareil productif : on produit plus avec autant de capital, ce qui signifie que celui-ci est utilisé plus intensément. En revanche la contribution du coût du travail est relativement stable entre 2003 et 2004.

... et les pressions sur les salaires ne semblent pas trop fortes en 2004

La théorie économique relie en général l'évolution du coût du travail à celle des prix à la consommation et au niveau du chômage noté ici u . Cette relation peut s'interpréter ainsi : lors des négociations salariales, les employés ont pour objectif minimal de maintenir leur pouvoir d'achat ; de plus leur pouvoir de négociation dépend du niveau du chômage :

$$\Delta w = j(\Delta p_c, u) \quad (4)$$

Cette relation a été estimée pour les États-Unis sur la période 1990-2002. Le graphique B montre que la contribution des prix à l'évolution du coût du travail a cer-



tes augmenté en 2004, mais qu'elle conduit à une inflation salariale qui reste néanmoins modérée, de l'ordre de 4% en rythme annuel. Avec une telle inflation, le coût réel du travail est d'environ 2% (4%-2%), soit approximativement le taux de croissance potentiel de la productivité du travail. ■

Conjoncture dans la zone euro

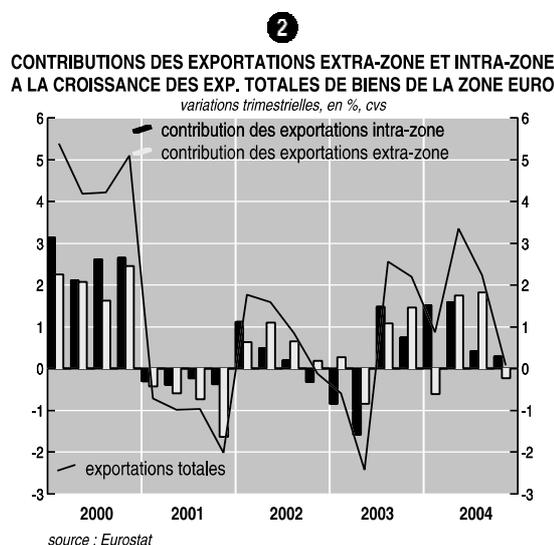
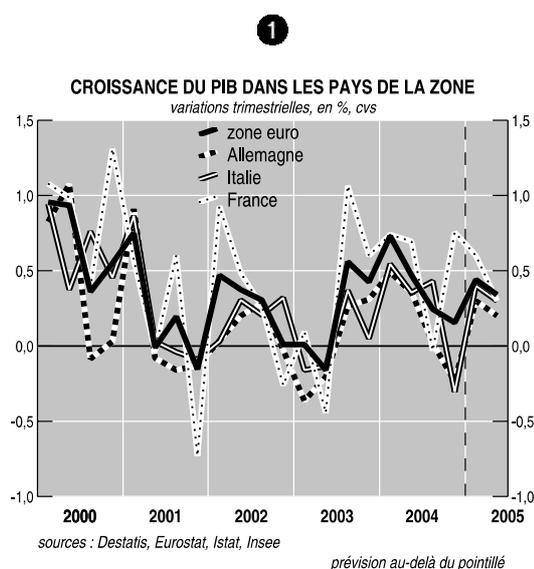
En 2004, le PIB de la zone euro a progressé à un rythme moyen de +1,8% après deux années de quasi-stagnation. Après un premier semestre de forte activité tirée par l'extérieur, l'économie européenne s'est essoufflée au second semestre et le ralentissement des exportations a pesé sur l'activité industrielle. En effet, la demande interne, manquant de vigueur, n'a pas pris le relais des échanges extérieurs. La croissance de la zone est restée par conséquent très dépendante de celle de ses partenaires commerciaux. Selon les pays de la zone, les moteurs de la croissance ont toutefois été très hétérogènes : demande intérieure en France et en Espagne, exportations en Allemagne et situation intermédiaire en Italie. Au quatrième trimestre de 2004, la croissance du PIB de la zone a atteint un point bas (+0,2 %) du fait de la contraction de l'activité en Allemagne et en Italie (cf. graphique 1).

Début 2005, à la faveur de politiques fiscales de soutien au revenu des ménages et dans un contexte de frémissement de l'investissement productif, la croissance repartirait pour atteindre +0,4% au premier trimestre et +0,3% au deuxième trimestre. Les échanges extérieurs ne pénaliseraient plus la croissance mais la demande interne resterait trop fragile pour donner un nouveau souffle à la reprise.

Les échanges extérieurs ne pénaliseraient plus la croissance en 2005

Au second semestre de 2004, les exportations à destination des pays extérieurs à la zone ont ralenti, doublement pénalisées par le ralentissement du commerce mondial et la forte appréciation de l'euro dont le taux de change s'est accru de 10% contre le dollar au cours de l'année 2004. De plus, au quatrième trimestre, l'atonie de l'activité en zone euro a limité les échanges entre partenaires européens (cf. graphique 2). Ce ralentissement se lit dans l'essoufflement de la production industrielle hors construction (+0,9% au quatrième trimestre en glissement annuel après +2,6% au troisième trimestre, cf. graphique 3). En Italie, la production a même enregistré un recul (-2,1% au quatrième trimestre). Au total, le rythme des exportations a été divisé par deux en fin d'année dernière (+1,8% en glissement semestriel au quatrième trimestre, après +4,2% au deuxième trimestre).

Début 2005, les exportations seraient soutenues. Les entrepreneurs signalent toujours un maintien de leurs carnets de commandes étrangers à un niveau élevé (cf. graphique 4). En Allemagne et en Italie, les commandes étrangères adressées à l'industrie manufacturière ont très nettement augmenté (en glissement trimestriel, de +5,2% en Allemagne en janvier et de +22,9% en Italie en décembre), signe de fortes exportations pour le premier trimestre. Au deuxième trimestre, sous l'hypothèse d'une stabilisation du taux de change à 1,30 dollar pour un euro, les exportations demeureraient dynamiques mais ralentiraient légèrement en raison du moindre dyna-



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

(en %)

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

Préviation

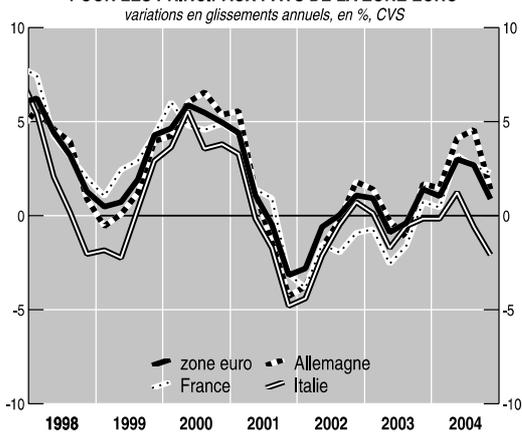
(1) Part dans le PIB de la zone euro

(2) Part dans le PIB de l'OCDE

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

3

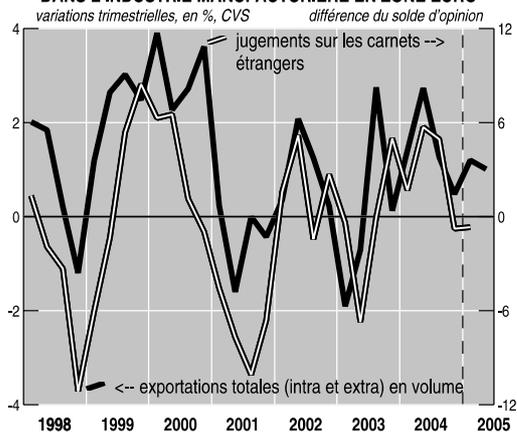
INDICE DE LA PRODUCTION INDUSTRIELLE HORS CONSTRUCTION POUR LES PRINCIPAUX PAYS DE LA ZONE EURO



source : Eurostat

4

EXPORTATIONS ET JUGEMENTS SUR LES CARNETS ETRANGERS DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIERE EN ZONE EURO

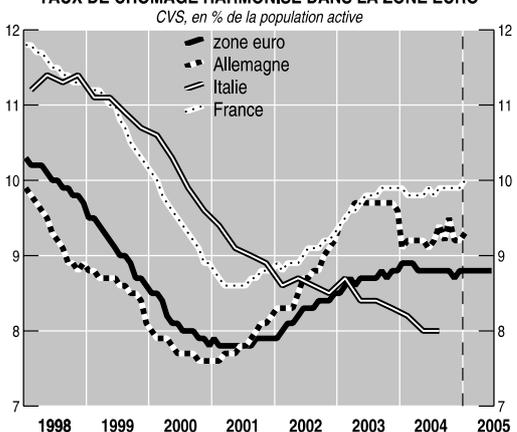


sources : Commission européenne, Eurostat

prévision au-delà du pointillé

5

TAUX DE CHOMAGE HARMONISE DANS LA ZONE EURO

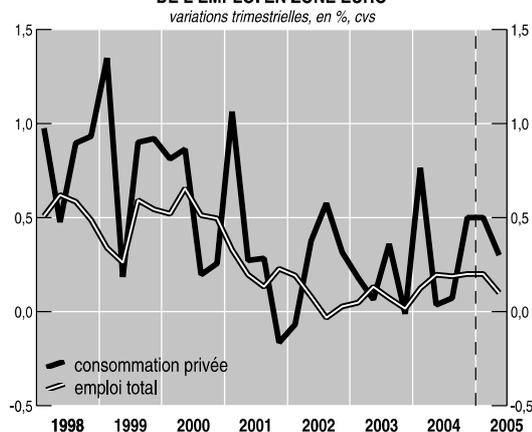


sources : Destatis, Eurostat, Insee, Istat

prévision au-delà du pointillé

6

CROISSANCE DE LA CONSOMMATION PRIVEE ET DE L'EMPLOI EN ZONE EURO



sources : Eurostat, prévisions Insee

prévision au-delà du pointillé

même attendu de l'activité chez les principaux partenaires commerciaux de la zone (États-Unis et Royaume-Uni notamment).

Ainsi, après avoir fortement ralenti à 0,5% au dernier trimestre de 2004, les exportations progresseraient en 2005 d'environ 1,0% par trimestre et les échanges extérieurs ne pénaliseraient plus la croissance.

L'Allemagne continuerait de se distinguer par la vigueur de ses exportations. En effet, une meilleure spécialisation industrielle, notamment en biens d'équipement dont les économies émergentes à forte croissance (Chine, PECO) ont fortement besoin, lui permettrait de toujours profiter de la vitalité du commerce mondial. L'Italie resterait à la traîne, pénalisée par une spécialisation sectorielle défavorable qui la place en concurrence avec les pays émergents.

Au tournant de l'hiver 2004 - 2005, les dépenses des ménages seraient temporairement soutenues grâce à des mesures fiscales et malgré la faiblesse de l'emploi

En zone euro, les fondamentaux sont restés peu favorables à un redémarrage de la consommation privée en 2004. Ils ne s'amélioreraient que modestement début 2005. Le revenu des ménages resterait pénalisé par la faible dynamique passée de l'emploi et par les pertes de pouvoir d'achat des salaires (respectivement +0,5% et -0,1 % en 2004), les entreprises donnant la priorité à la consolidation des profits et de la compétitivité. Le taux de chômage s'est d'ailleurs maintenu à 8,8% en janvier (cf. graphique 5). Au total, la masse salariale réelle a peu augmenté en 2004 (+0,4%), ce qui s'est traduit par une très faible progression du revenu disponible brut (RDB) réel des ménages. Au cours des prochains trimestres, le marché du travail ne repartirait pas significativement à la hausse. L'emploi total progresserait peu, d'environ 0,2% par trimestre (cf. graphique 6 et ta-

PRÉVISIONS DÉTAILLÉES POUR LA ZONE EURO

(en %)

	Variations trimestrielles						Moyennes annuelles	
	2004				2005		2004	2005 acquis
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.		
Volumes								
PIB	0,7	0,5	0,2	0,2	0,4	0,3	1,8	1,1
Demande intérieure	0,3	0,3	0,9	0,3	0,5	0,4	1,8	1,5
Consommation des ménages	0,8	0,0	0,1	0,5	0,5	0,3	1,1	1,1
Consommation des APU	0,2	0,4	0,4	0,2	0,2	0,3	1,6	0,8
Investissement	-0,1	0,5	0,6	0,6	0,9	0,6	1,7	2,2
Solde extérieur en B&S (contribution)	0,4	0,2	-0,7	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,4
Exportations de biens	3,6	2,4	-0,4	1,4	2,1	1,3	8,0	4,5
Importations de biens	0,5	2,0	2,0	0,7	0,6	0,7	5,8	3,1
Prix								
Prix de la valeur ajoutée	0,5	0,5	0,2	0,7	0,6	0,6	1,9	1,8
Prix de la consommation	0,4	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	1,8	1,6
Prix de l'investissement	0,9	0,9	0,7	0,5	0,4	0,4	2,5	1,6
Prix des exportations en biens	-0,4	1,5	0,7	-0,6	0,1	0,3	0,1	0,5
Prix des importations en biens	-0,7	3,5	2,8	-1,9	-2,3	-1,8	1,9	-2,8
Salaires bruts	0,8	0,4	-0,1	0,8	0,7	0,7	1,8	1,9
Emploi et chômage								
Taux de chômage (points)	9,0	8,8	8,9	8,8	8,8	8,8	8,9	8,8
Emploi	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,5	0,5
Coûts unitaires salariaux	0,2	-0,1	0,0	0,8	0,4	0,5	0,4	1,4
Productivité du travail	0,6	0,5	-0,1	0,0	0,3	0,2	1,3	0,5
Divers								
Demande mondiale	2,5	2,7	1,5	2,0	1,7	1,1	9,3	5,4
Balance commerciale (points de PIB)	2,7	2,6	2,0	2,3	2,9	3,3	2,4	3,1
Taux d'intérêt à 3 mois (points)	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	2,2
Taux d'intérêt à 10 ans (points)	4,2	4,4	4,2	3,8	3,7	3,9	4,1	3,8
Taux d'utilisation des capacités (%)	80,6	80,8	81,6	82,0	81,7	81,4	81,3	81,6
RDB valeur	1,2	1,0	0,4	0,9	1,2	0,9	3,0	3,3
Contribution des salaires	0,7	0,5	0,1	0,7	0,7	0,6	1,8	1,8
Autres contributions	0,5	0,5	0,4	0,2	0,4	0,3	1,2	1,4

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

bleau « prévisions détaillées pour la zone euro ») et la modération salariale observée en 2004 resterait d'actualité.

Afin de rendre plus vigoureuse la consommation privée, les gouvernements des trois grands pays de la zone ont mis en place des mesures fiscales de soutien au revenu des ménages. Ainsi, au quatrième trimestre de 2004, les dépenses des ménages européens ont affiché une bonne performance grâce aux ménages français qui ont profité des mesures de

relance « Sarkozy » (cf. fiche « consommation et investissement des ménages »). En Allemagne et en Italie, les mesures fiscales prennent la forme de baisses d'impôts sur le revenu et s'élèvent à 13 milliards d'euros en 2005, soit 7 milliards en Allemagne et 6 milliards en Italie. Ceci représenterait un gain global de 0,3 point du revenu des ménages de la zone. Début 2005, la consommation privée resterait donc soutenue (+0,5%), ponctuellement dynamisée par ces baisses d'impôts.

ZONE EURO : COMPTE DES MÉNAGES

(moyennes annuelles, en %)

	2001	2002	2003	2004
Emploi total	1,4	0,5	0,2	0,5
Emploi salarié	1,6	0,6	0,2	0,2*
Salaires moyen par tête	2,8	2,5	2,3	1,8
Revenu disponible brut nominal	4,8	3,4	2,9	3,0
Déflateur de la consommation privée	2,3	2,2	2,0	1,8*
Taux d'épargne	13,5	13,9	13,9	14,0

Prévision MZE

(*) acquis à la fin du troisième trimestre

Sources : Eurostat, calculs Insee (modèle MZE, cf. Note de conjoncture de mars 2003)

Au deuxième trimestre, après l'impact du stimulus fiscal, les dépenses privées ralentiraient (+0,3%), malgré le reflux de l'inflation qui apporterait un soutien supplémentaire au pouvoir d'achat des ménages. En effet, une reprise durable des dépenses des ménages resterait conditionnée à une plus forte croissance des salaires et à un redémarrage plus marqué de l'emploi. Par ailleurs, la confiance des ménages peine à se redresser dans un contexte de réformes structurelles et de contraintes budgétaires. Ainsi, leur taux d'épargne continuerait à se maintenir à un niveau élevé pour des motifs de précaution, compte tenu de la situation de l'emploi et des perspectives de finances publiques.

En Allemagne, le niveau élevé du chômage et le durcissement de son indemnisation suite à la mise en place de la réforme Hartz IV, inciteraient les syndicats à favoriser le maintien de l'emploi aux détriment des augmentations de salaires (cf. encadré 1). Ainsi, la modération salariale se poursuivrait en 2005 et la progression du revenu des ménages résulterait pour l'essentiel des baisses d'impôts. En moyenne la consommation privée n'augmenterait que modérément (+0,7 % en glissement annuel au deuxième trimestre).

L'investissement augmenterait au cours des prochains trimestres

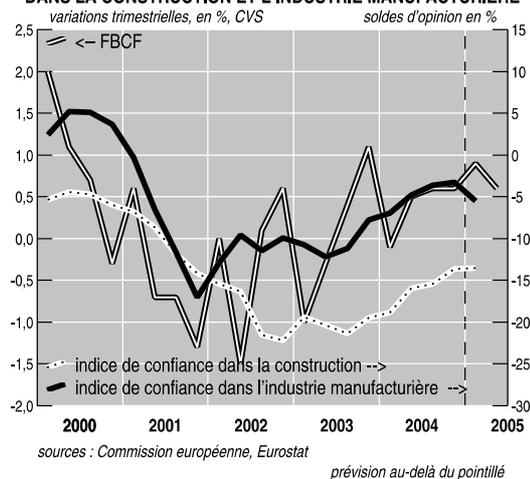
Au cours de l'année 2004, l'investissement a accéléré pour atteindre 0,6% de croissance trimestrielle en fin d'année. Après deux années de contraction, c'est avant tout l'investissement en équipement qui a bénéficié de ce rebond (+2,4% en acquis de croissance pour 2004 au troisième trimestre). L'investissement en construction a été moins dynamique (+0,4% en acquis de croissance pour 2004 au troisième trimestre), soutenu notamment par les ménages français et espagnols.

Au premier trimestre de 2005, la demande serait favorable à une poursuite de la hausse de l'investissement productif : dans l'industrie, le solde d'opinion relatif aux commandes globales était de 18 en février 2005 alors que sa moyenne depuis janvier 2003 est de -10.

De manière plus générale, au premier semestre de 2005, les conditions financières accommodantes et la nécessité de renouveler le capital déprécié seraient bénéfiques aux projets d'investissement des entreprises (cf. encadré 2). Les taux d'intérêt longs sont à un niveau historiquement bas. De plus, l'accélération passée de l'activité et la progression continue des taux de marge ont permis aux entreprises d'améliorer leurs profits. Une partie de ceux-ci devrait être consacrée aux projets d'investissement.

7

ZONE EURO : FBCF TOTALE ET CLIMATS DES AFFAIRES DANS LA CONSTRUCTION ET L'INDUSTRIE MANUFACTURIERE



En revanche, au deuxième trimestre de 2005, la croissance de l'investissement productif serait limitée par la fragilité de la demande des ménages et le ralentissement attendu de la demande externe. En février, les entrepreneurs signalent déjà la fragilité de la reprise (cf. graphique 7). Elle induirait un comportement d'investissement plus frileux au deuxième trimestre.

En Allemagne, après trois années de repli de l'investissement pendant lesquelles les entreprises ont rétabli leur situation financière, la progression des commandes adressées à l'industrie (+2,0 % en janvier en moyenne trimestrielle) pourrait traduire un retour sur un rythme d'investissement productif positif.

L'investissement en construction, positif depuis la mi-2004, continuerait à augmenter en lien avec le niveau toujours bas des taux d'intérêt et la forte demande en logements en France, en Italie et en Espagne. En janvier, l'indice de confiance dans la construction continue de se maintenir à un niveau élevé (cf. graphique 7). Au total, l'investissement progresserait de 0,9% au premier trimestre puis ralentirait légèrement pour atteindre 0,6% au deuxième trimestre.

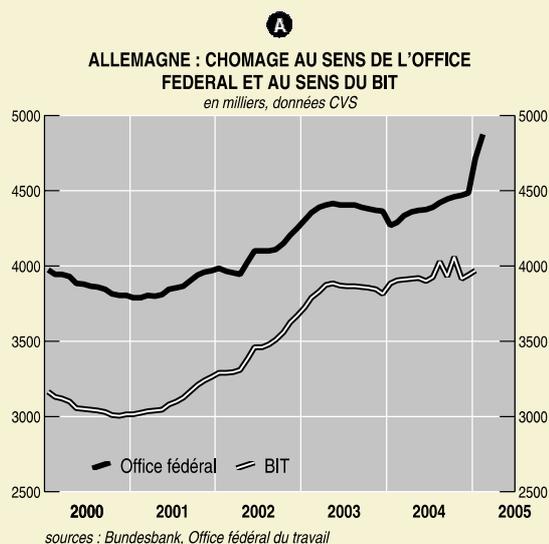
Le mouvement de stockage massif observé au troisième trimestre de 2004 a conduit les entrepreneurs à puiser dans leurs stocks en fin d'année pour répondre à la demande, pénalisant ainsi la production industrielle (l'indice de la production industrielle a reculé de 0,4% au quatrième trimestre). En 2005, le comportement de stockage deviendrait neutre et ne pèserait plus sur la croissance. ■

ENCADRÉ 1 : LA RÉFORME HARTZ IV ACCROÎT ARTIFICIELLEMENT LE NOMBRE DE CHÔMEURS EN ALLEMAGNE

Début 2005, l'application de la réforme de l'indemnisation du chômage en Allemagne (loi Hartz IV) a gonflé spectaculairement le nombre de chômeurs inscrits (+388 000 en janvier et février en données corrigées de variations saisonnières (cf. graphique A)). Le taux de chômage national est ainsi passé de 10,8% à 11,7% en deux mois. Ce rebond ne correspond pas à une dégradation brutale de la situation du marché du travail.

En effet, la réforme, dont l'objectif final est la diminution du nombre de chômeurs, consiste notamment à fusionner les allocations aux chômeurs de longue durée et l'aide sociale en une seule allocation. Les personnes bénéficiant de l'aide sociale sont désormais contraintes de s'inscrire au chômage pour recevoir une allocation. Ce faisant, elles accroissent artificiellement les statistiques du chômage.

Dans ce contexte, le nombre de chômeurs au sens du BIT, qui a progressé de « seulement » 31 000 en janvier (soit 9,3% de la population active), constitue une mesure plus réaliste de la situation du marché du travail. ■



ENCADRÉ 2 : L'INVESTISSEMENT EN ÉQUIPEMENT VA-T-IL ACCÉLÉRER EN ZONE EURO ?

Depuis le début des années 1990, l'écart de Formation Brute de Capital Fixe (FBCF) en équipement entre la zone euro et les États-Unis n'a cessé de se creuser (cf. graphique A). Les entreprises américaines, qui ont en effet massivement investi dans les nouvelles technologies de l'information et de la communication, ont plus que doublé leur niveau d'investissement en dix ans. Après avoir légèrement diminué en 2001 et 2002, le décalage s'amplifie de nouveau depuis 2003.

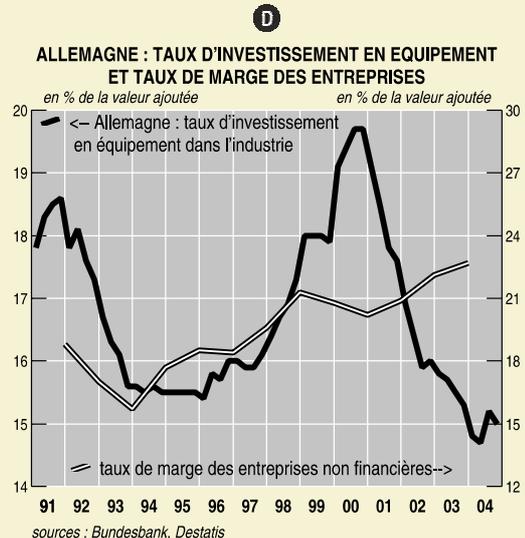
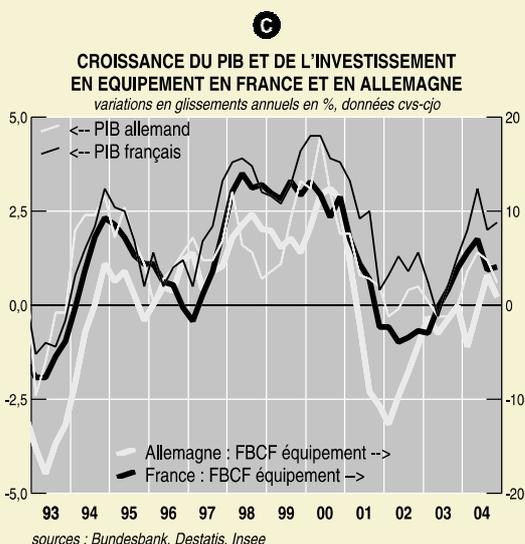
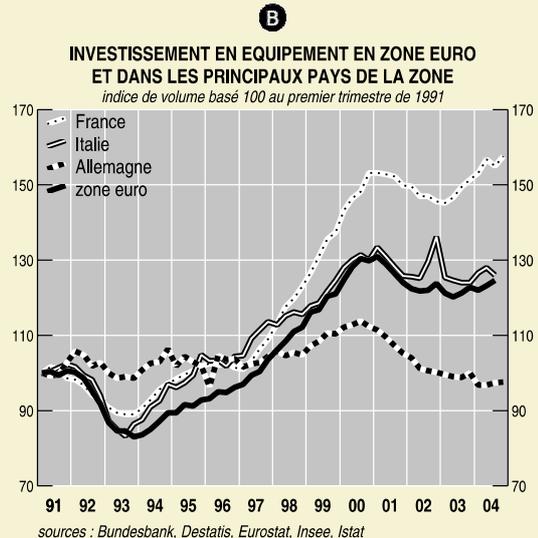
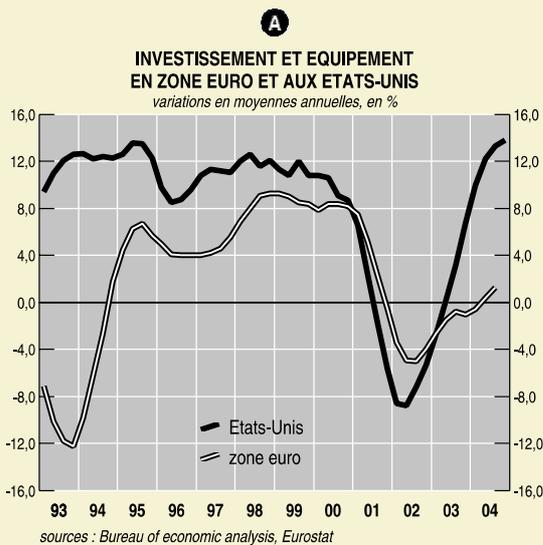
Au sein de la zone euro, la faiblesse globale de l'investissement masque des disparités nationales (cf. graphique B). En France, plus encore que dans le reste de la zone, les entreprises ont su tirer profit des périodes de reprise de l'activité en 1997 et en 2003 pour accroître leurs investissements. En Italie, le comportement d'investissement se situe dans la moyenne de la zone, sauf à la fin 2002, où l'investissement a rebondi spectaculairement en raison de l'arrivée à échéance de mesures d'incitation fiscales (Tremonti).

À l'opposé, en Allemagne, l'investissement ne progresse pas : il se contracte même continuellement depuis la fin de l'année 2000 (-17 % entre fin 2000 et fin 2003). Cette baisse

ne peut être entièrement imputée au moindre dynamisme de l'activité allemande, comme le montre le décrochage de l'investissement en 2001 par rapport à la croissance du PIB (cf. graphique C). En 1990, le choc de la réunification sur le coût du travail a pénalisé durablement les profits des entreprises. En outre, le net repli de l'investissement en 2001 traduirait un souci des entreprises de restaurer leur situation financière au détriment de l'investissement.

Toutefois, la modération salariale a permis aux entreprises allemandes de reconstituer et d'accroître leurs taux de marge qui progressent depuis 1994 (cf. graphique D). Bien plus, les entreprises allemandes auraient désormais besoin de renouveler le capital déprécié afin de rattraper le retard d'investissement vis-à-vis de leurs concurrentes européennes et américaines. Ainsi la stabilisation à un niveau élevé des anticipations de demande et des commandes étrangères toujours bien orientées permettraient le prolongement des rythmes d'investissement positifs entamés depuis mi-2004.

Le retour de l'investissement allemand en équipement cesserait de pénaliser la croissance de la FBCF de l'ensemble de la zone euro. ■



Prix à la consommation au sein de la zone euro

Après s'être maintenue à plus de 2,0% sur les trois derniers trimestres de 2004, soutenue par la flambée du pétrole, l'inflation dans la zone euro s'est nettement repliée en janvier 2005, avec notamment la sortie du glissement des effets de la réforme du système de santé allemand. Au sein de la zone euro, les écarts d'inflation se creusent en janvier 2005 alors qu'ils étaient revenus fin 2004 à leur configuration de début d'année. Cela résulte notamment du rebond d'inflation observé en Grèce.

Sous l'hypothèse d'un prix du Brent se repliant progressivement à 40 dollars le baril à la mi-2005 et d'un taux de change stabilisé à 1,30 dollar pour 1 euro, l'inflation refluerait progressivement à 1,6% à horizon de la mi-2005. L'inflation sous-jacente⁽¹⁾ serait stable tandis que le glissement annuel des prix de l'énergie refluerait avec le prix du pétrole après un léger rebond.

L'inflation s'est nettement repliée début 2005 en zone euro. Cette baisse devrait se poursuivre mais de façon plus graduelle d'ici à la mi-2005 dans le sillage des prix de l'énergie

Après s'être stabilisée autour de 2,3% sur la fin de l'année 2004, l'inflation dans la zone euro s'est nettement repliée en janvier 2005 pour s'établir à 1,9%. Cette baisse tient notamment à un effet de base : début 2004, la réforme du système de santé allemand, incluant des baisses de taux de remboursement, avait poussé à la hausse les prix mesurés par l'IPCH. L'effet sur l'inflation de la zone euro avait été d'en-

viron 0,2 point. L'évolution à la baisse de janvier 2005 a été renforcée par une orientation favorable des prix de l'alimentation et par un léger reflux des prix de l'énergie, ceci en dépit de prix du pétrole toujours élevés. En février, l'inflation n'a rebondi que modestement pour s'établir à 2,1%.

Sous l'hypothèse d'un prix du Brent se repliant progressivement jusqu'à 40 dollars le baril au deuxième trimestre de 2005 et d'un taux de change de 1,30 dollar pour 1 euro sur l'horizon de prévision, l'inflation reviendrait graduellement vers un rythme de 1,6% en juin 2005 (cf. tableau 1).

L'inflation dans le secteur de l'énergie a amorcé sa décline dès la fin de l'année 2004, dans le sillage du prix du baril de pétrole, qui est passé de 49,7\$ en octobre à 39,8\$ en décembre. Elle s'est établie à 6,2% en janvier 2005 contre 9,8% en octobre. En prévision, les prix de l'énergie connaîtraient un léger rebond au premier trimestre, en ligne avec le sursaut des prix du pétrole observé en ce début d'année. Ils ralentiraient ensuite avec le reflux du prix du baril (cf. graphique 1). Le glissement annuel des prix de l'énergie atteindrait 2,9% en juin 2005.

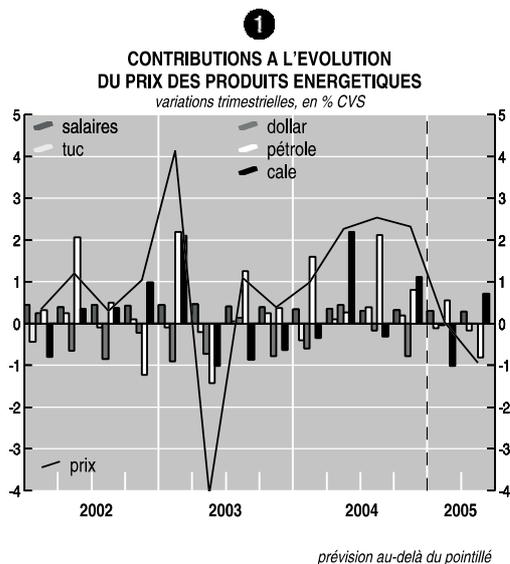
Les prix de l'alimentation ont nettement ralenti depuis l'été. Les conditions climatiques ont en effet été plus favorables que l'an dernier. En outre, contrairement à 2003, aucune hausse du prix du tabac n'est intervenue en France en 2004. L'inflation dans

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

TABLEAU 1 : INFLATION DE LA ZONE EURO

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

■ Prévision
Source : Eurostat



l'alimentation s'établit donc à 1,4% en janvier 2005, après 2,7% en juin 2004. Ensuite, la croissance des prix des produits alimentaires se redresserait progressivement pour revenir à des niveaux d'inflation plus traditionnels pour ce type de biens. En effet, les prix avaient fortement accéléré en 2003 du fait de gelées tardives et d'un été particulièrement sec. Ces phénomènes exceptionnels ne s'étant pas reproduits en 2004, la hausse des prix pour ces produits s'est établie en dessous de sa moyenne de longue période sur l'année 2004.

L'inflation sous-jacente resterait bien installée sous les 2%

L'inflation sous-jacente est demeurée assez stable, oscillant entre 1,7% et 1,9% tout au long de l'année 2004. Elle s'est ensuite nettement repliée en janvier 2005, atteignant 1,6%. Cette évolution s'explique essentiellement par la sortie du glissement des effets de la réforme du système allemand en janvier 2004 : il en avait résulté une hausse de 0,9 point de l'inflation sous-jacente allemande, soit 0,3 point pour la zone euro prise dans son ensemble. Hormis ce phénomène exceptionnel, l'inflation sous-jacente resterait sur sa tendance stable jusqu'à la mi-2005. Elle s'établirait ainsi à 1,6% en juin 2005.

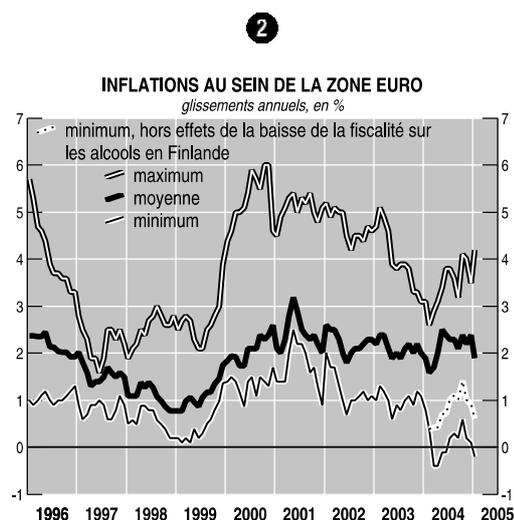
La hausse des prix des services, première composante de cet indicateur, était stable sur la fin de l'année 2004, jusqu'à la sortie de glissement enregistré en janvier 2005. Cette stabilité se maintiendrait à l'horizon de la prévision. Leur glissement annuel s'établirait à 2,5% juin 2005.

L'inflation dans le secteur des produits manufacturés, seconde composante de l'inflation sous-jacente, demeurerait également sur une tendance stable de l'ordre de 0,8% en glissement annuel avant de se replier à 0,5% en janvier 2005. Sur le premier semestre de 2005, les effets du mouvement passé d'appréciation de l'euro s'épuisant et les prix des matières premières revenant à des évolutions plus

mesurées, l'évolution des prix dans ce secteur connaîtrait une certaine stabilité. Le glissement annuel des prix des produits manufacturés s'établirait à 0,5% en juin 2005.

Les écarts d'inflation au sein de la zone euro ont atteint leur niveau le plus élevé depuis 2000, avec notamment une modification de la fiscalité sur les alcools en Finlande et la flambée de l'inflation en Grèce

Après s'être creusés sur la fin de 2004, les écarts d'inflation au sein de la zone euro se sont réduits en décembre, revenant ainsi à leur niveau d'avril. Toutefois, cette tendance a été contrariée en janvier par la flambée des prix en Grèce, où l'inflation s'est établie à 4,2%. Il en résulte un écart maximal d'inflation de 4,4%, soit le niveau le plus important depuis 2000. Cet écart est toutefois ramené à 3,6% si on le corrige de la modification de la fiscalité sur les alcools survenue en Finlande (cf. graphique 2).



À l'œuvre depuis début 2003, la tendance à la réduction des écarts d'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) s'était interrompue au printemps 2004. L'écart était ensuite reparti à la baisse pour revenir en décembre 2004 à 2,3%, son niveau du début d'année. Il a toutefois brutalement bondi à 4,3% en janvier 2005 avec la flambée de l'inflation sous-jacente en Grèce (cf. tableau 2). Cette dernière tient au fait que les prix de l'habillement, et dans une moindre mesure ceux de l'ameublement, ont été stables en Grèce en janvier 2005 alors qu'ils avaient fortement baissé un an auparavant.

Les différences de conjoncture entre les pays de la zone ne semblent pas pouvoir expliquer les écarts d'inflation sous-jacente : on observe bien que la hausse des prix est plus rapide en Espagne et en

3

DECOMPOSITION DE L'INFLATION DE LA ZONE EURO contributions des grands postes

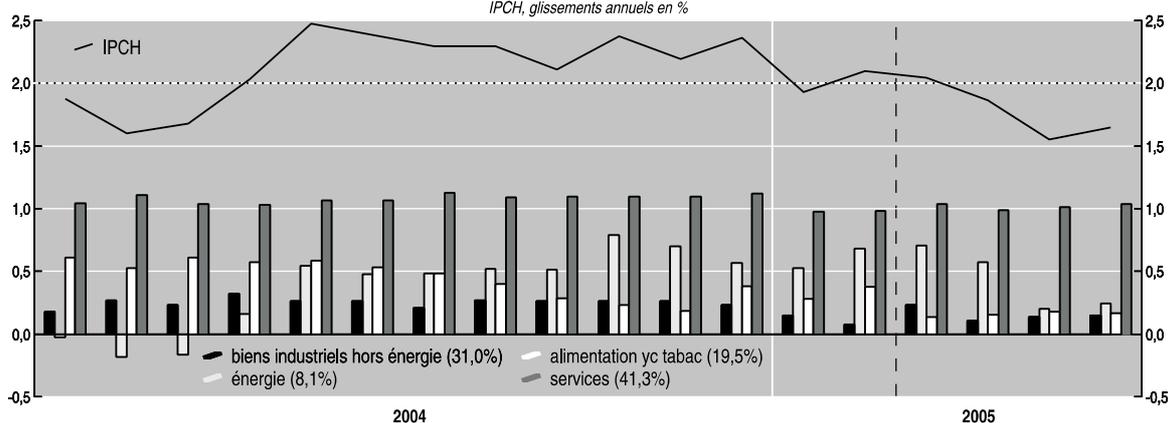


TABLEAU 2 : INFLATIONS AU SEIN DE LA ZONE EURO

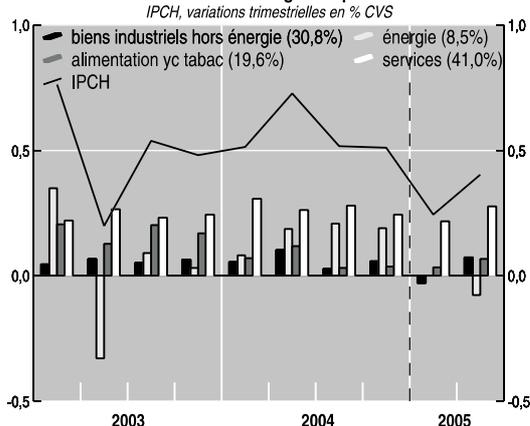
(glissement annuel de l'IPCH, en %)

	IPCH		Inflation sous-jacente		Énergie	
	janvier 2004	janvier 2005	janvier 2004	janvier 2005	janvier 2004	janvier 2005
Belgique	1,4	2,0	1,5	1,2	-1,5	8,9
Allemagne	1,2	1,6	1,4	0,8	-0,1	5,3
Grèce	3,1	4,2	3,0	5,0	-1,4	7,9
Espagne	2,3	3,1	2,3	2,4	-1,6	5,7
France	2,2	1,6	1,8	1,7	-1,1	6,7
Irlande	2,3	2,1	2,2	1,9	3,9	9,8
Italie	2,2	2,0	1,8	2,0	-0,1	5,0
Luxembourg	2,3	2,8	2,0	1,5	1,5	9,0
Pays-Bas	1,5	1,3	1,7	0,7	2,7	9,6
Autriche	1,2	2,4	1,2	1,9	0,0	8,4
Portugal	2,2	2,0	2,4	2,1	1,5	7,6
Finlande	0,8	-0,2	0,6	0,7	-1,1	3,0
Zone euro	1,9	1,9	1,7	1,6	-0,4	6,2

Source : Eurostat

4

DECOMPOSITION DE L'INFLATION DE LA ZONE EURO contributions des grands postes



Grèce, pays où la croissance est robuste, et plus faible en Allemagne où la conjoncture est morose. En revanche, elle est très faible en Finlande, pays qui enregistre des rythmes élevés de croissance ; et elle est plus réduite en Italie qu'en France alors que la conjoncture française est mieux orientée.

Parallèlement, une source du creusement des écarts d'inflation au sein de la zone euro est la diversité selon les pays des réactions des prix de l'énergie à la flambée récente du prix du pétrole (cf. tableau 2). Cela tient notamment à d'importantes différences de fiscalité sur les produits pétroliers entre les différents pays de la zone euro : une taxe proportionnelle à la quantité diluée mécaniquement l'évolution du prix hors taxes. Ainsi, par exemple, les taxes sur le fioul domestique allaient, en 2002, de 5,21 € par 1000 litres au Luxembourg à 403,21€ par 1000 litres en Italie. ■

Pétrole et matières premières

Le cours du Brent, pétrole de la Mer du Nord, a fortement progressé tout au long de l'année 2004. La vigueur de la demande et les perturbations de la production cet hiver ont contribué à doper les prix, d'autant que les stocks dans les pays importateurs ont baissé. Ce mouvement haussier se poursuivrait début 2005, puis s'estomperait à partir du deuxième trimestre avec le ralentissement de la demande de pétrole. Le cours resterait toutefois élevé car l'Opep se dit prête à oeuvrer pour éviter une chute du prix du baril. Celui-ci se situerait ainsi en moyenne à 45\$ au premier trimestre de 2005, puis refluerait autour de 40\$ au deuxième trimestre (cf. tableau 1).

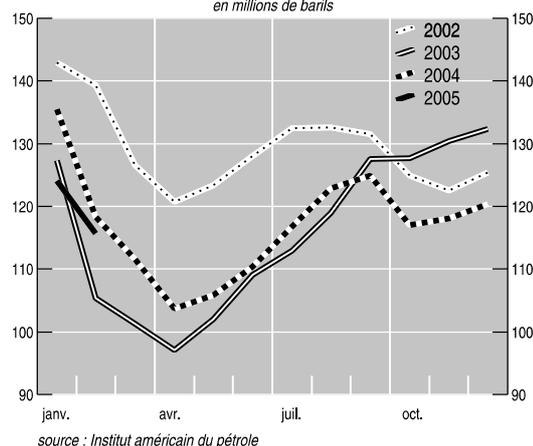
Principalement soutenus par une croissance chinoise robuste, les cours des matières premières hors énergie, surtout industrielles, ont connu une forte ascension en début d'année passée. Depuis le deuxième trimestre de 2004, ils se sont globalement stabilisés à des niveaux très élevés.

Au premier trimestre de 2005, le prix du Brent devrait se maintenir à un niveau élevé, autour de 45\$ le baril, car la demande reste ferme et les stocks assez bas, dans un contexte d'incertitudes géopolitiques importantes

Après avoir amorcé, au cours du dernier trimestre de 2004, un mouvement de repli depuis le pic observé en octobre à 50\$ le baril, le cours du Brent est de nouveau reparti à la hausse à partir de janvier 2005, atteignant en moyenne 45,4\$ le baril en février. Depuis le début de l'année, il n'est pas repassé sous la barre des 40\$. La demande étant forte et l'offre tendue, le prix du baril de Brent avoisinerait les 45\$ au premier trimestre de 2005.

1

STOCKS AMERICAINS DE PRODUITS DISTILLÉS
en millions de barils



Côté offre, l'Opep a mis en application sa décision du 10 décembre dernier de réduire sa production à compter du premier janvier 2005, afin d'éviter une baisse des prix trop brutale (cf. tableau 2). Parallèlement, de nombreux problèmes de production sont survenus : en Norvège, après la tempête qui a traversé le Nord de l'Europe ; en Irak, avec la multiplication des attaques contre les infrastructures pétrolières à l'approche des élections du pays ; au Nigéria, avec l'arrêt de la production de Shell ; au Venezuela où circulaient des rumeurs de grève.

Côté demande, l'Agence Internationale de l'Énergie (AIE) anticipe, dans son rapport de février, une demande mondiale de pétrole soutenue, de 82,5 mb/j en 2004 et 84 mb/j en 2005 (cf. tableau 3). De son côté, l'Opep a légèrement corrigé à la hausse sa prévision de demande pour 2005. De

TABLEAU 1 : PRIX TRIMESTRIEL DU BARIL DE BRENT

	Niveaux trimestriels						Niveaux annuels					
	2003		2004		2005		2002	2003	2004	2005 acquis		
	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.					1 ^{er} T.	2 ^e T.
Baril de «brent daté» en dollars	28,4	29,3	31,8	35,4	41,6	44,1	45,0	40,0	24,9	28,8	38,2	41,3
Taux de change euro-dollar	1,12	1,19	1,25	1,20	1,22	1,30	1,30	1,30	0,95	1,19	1,24	1,30
Baril de «brent daté» en euros	25,4	24,6	25,4	29,5	34,1	34,0	34,6	30,8	26,2	23,3	30,8	31,8

■ Prévisions
Sources : Financial Times, Banque de France

TABLEAU 2 : PRODUCTION DE PÉTROLE BRUT ET DE GAZ NATUREL LIQUIDE

	Données trimestrielles						Données mensuelles		
	2004				2005		novembre 2004	décembre 2004	janvier 2005
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.			
Opep excluant l'Irak									
Quotas de production	24,5	23,5	25,8	26,7	-	-	27,0	27,0	27,0
Production totale	25,8	26,1	27,3	27,6	26,5 ⁽¹⁾	26,0 ⁽¹⁾	29,5	27,6	27,0
Irak	2,1	2,0	1,9	2,0	2,0 ⁽¹⁾	2,0 ⁽¹⁾	1,8	2,0	1,8
OPEP, production de gaz naturel liquide (NGLs⁽³⁾)	4,3	4,3	4,3	4,4	4,7 ⁽²⁾	4,7 ⁽²⁾	4,4	4,5	4,6
Total (y compris NGLs⁽³⁾) Non Opep	49,9	50,0	49,7	50,3	50,6 ⁽²⁾	50,6 ⁽²⁾	50,6	50,2	50,2
dont : Amérique du Nord	14,8	14,7	14,4	14,5	14,6	14,7	14,6	14,4	14,5
Russie	8,9	9,2	9,4	9,4	9,3	9,5	9,4	9,4	9,3
Europe	6,3	6,4	5,9	6,1	6,1	6,0	6,2	6,0	6,0
TOTAL	82,1	82,3	83,2	84,3	83,8	83,3	86,2	84,2	83,6

■ Prévisions

(1) Prévisions Insee

(2) Prévisions de l'AIE

(3) NGLs : gaz naturel liquide

Source : Agence Internationale de l'Énergie

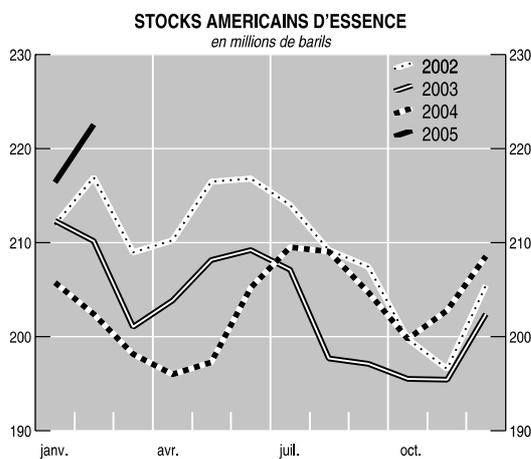
plus, les températures basses ont persisté dans le Nord-est des États-Unis, région la plus consommatrice au monde de fioul de chauffage, ce qui a contribué à soutenir les prix, dans la mesure où les stocks commerciaux de pétrole brut et de produits distillés américains sont faibles (cf. graphique 1).

Avec l'arrivée du printemps, la demande de pétrole devrait ralentir et le prix du baril baisser, à environ 40\$. Toutefois, l'Opep ferait en sorte que cette baisse ne soit ni trop rapide ni trop forte

Traditionnellement, la demande de pétrole recule au deuxième trimestre. Cependant, l'Opep a annoncé qu'elle n'avait pas l'intention de laisser les cours chuter en cas de gonflement important des stocks d'essence⁽¹⁾ à la suite d'une consommation plus mo-

dérée aux États-Unis ou d'une demande plus faible émanant de la Chine et de l'Inde. Or précisément, les stocks américains d'essence ont fortement augmenté depuis octobre 2004 (cf. graphique 2) et seraient susceptibles de grossir davantage au cours des prochains mois. Cela pourrait amener l'organisation à décider, en dépit de la vigueur de la demande, une réduction de sa production. Désormais, le cartel, disposé à soutenir les cours, n'envisage plus un prix du baril inférieur à 30\$: lors de sa réunion du 30 janvier, il a ainsi décidé de suspendre sa fourchette des prix qui était fixée depuis mars 2000 à 22-28\$ le baril, la jugeant « irréaliste ». Face à une demande soutenue et à une organisation des pays producteurs

2



(1) En effet, le marché, qui suit de près l'évolution des stocks de produits distillés pendant la saison froide, s'intéresse davantage aux stocks d'essence au deuxième trimestre, en prévision de la hausse de la demande de pétrole à la veille des grands départs en vacances et notamment de la « driving season » aux États-Unis.

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

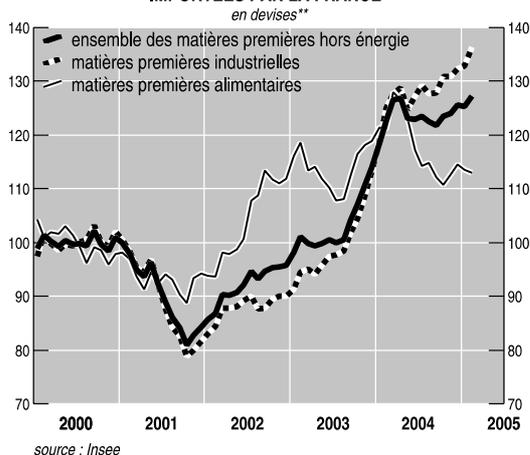
	(en millions de barils par jour)					
	Données annuelles			Variations annuelles (en %)		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Amérique du Nord	24,6	25,3	25,4	1,9	2,9	0,4
Europe	16,2	16,6	16,6	1,2	2,7	-0,5
Chine	5,5	6,6	6,8	11,1	19,9	2,4
Monde	79,8	82,5	84,0	2,4	3,3	1,9

■ Prévisions

Source : Agence Internationale de l'Énergie

3

INDICES DES MATIÈRES PREMIÈRES IMPORTÉES PAR LA FRANCE*



* Chaque matière est cotée dans sa monnaie d'origine

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

prête à réduire sa production au moindre signal de baisse des cours ou de recul de la demande, le prix du baril de Brent se maintiendrait autour de 40\$ jusqu'à la mi-2005.

Soutenus par le fort dynamisme de la demande chinoise, les cours des matières premières hors énergie se sont maintenus à des niveaux très élevés fin 2004 et début 2005

Sur l'ensemble de l'année 2004, l'indice des prix des matières premières importées par la France a augmenté de près de 20% par rapport à l'année 2003. L'indice des prix des matières premières industrielles a progressé de plus de 28% et a connu une ascension quasi continue tout au long de l'année, tandis que celui des matières alimentaires n'a augmenté que de 4% environ et connaît un mouvement baissier depuis mai 2004 (cf. graphique 3). Ce clivage entre prix des matières industrielles et prix des matières alimentaires demeurerait en 2005 : tandis que les cours des matières alimentaires poursuivraient leur repli au cours des prochains trimestres, ceux des matières industrielles continueraient de progresser début 2005, avant de se replier en raison du ralentissement de la demande mondiale.

La croissance mondiale, notamment la situation de l'économie chinoise, déterminerait l'évolution des prix des matières minérales au cours des prochains trimestres. S'agissant du minerai de fer, les négociations actuelles laissent présager une forte hausse du prix pour les contrats d'approvisionnement annuels. Concernant les métaux non ferreux (nickel, aluminium, cuivre), les prix se maintiendraient à des niveaux très élevés en début d'année, en raison du déficit de l'offre face au dynamisme persistant de la demande asiatique. Du fait d'un ralentissement modéré de l'économie mondiale et notamment de l'économie chinoise, les cours s'infléchiraient ensuite à la baisse.

Tirés par une demande soutenue, notamment chinoise, les prix de l'acier ont fortement augmenté au cours des dix-huit derniers mois. En 2005, suite à l'augmentation continue de la demande et à la hausse du cours des matières premières, principalement le minerai de fer et le coke, les prix de l'acier resteraient à des niveaux élevés. Ainsi, la société brésilienne CRVD, premier fournisseur mondial de fer, a annoncé début mars une augmentation de 71,5% du prix du minerai.

Les matières agro-industrielles poursuivraient leur mouvement baissier amorcé depuis la mi-2004. Ainsi, l'accroissement de la production dans les principaux pays producteurs de coton, très supérieure aux prévisions de demande, ainsi que les perspectives d'une récolte exceptionnelle en 2004-2005, seraient à l'origine d'une chute des prix de ce produit. Les cours du caoutchouc et de la pâte à papier, très élevés en 2004, devraient se détendre au cours des prochains mois, suite à la remontée des stocks et du fait du ralentissement de l'économie mondiale attendu en 2005.

Enfin, en raison d'une offre excédentaire par rapport à la demande, la tendance serait à la baisse sur les cours de la plupart des matières premières alimentaires cette année, après la forte hausse des prix observée de juillet 2003 à mai 2004. Le prix du cacao pourrait ainsi diminuer suite à une hausse de la production dans les principaux pays producteurs (Côte d'Ivoire, Ghana et Indonésie). De même, les prix des oléagineux continueraient de baisser grâce au retour à la normale de la production, après les mauvaises conditions climatiques qu'ont connues les pays producteurs. Seul le sucre verrait son prix augmenter, en liaison avec un recul de 50% de la production indienne et une consommation plus forte que prévue. ■

Échanges extérieurs

La croissance robuste des exportations de produits manufacturés au quatrième trimestre de 2004 a partiellement contrebalancé les résultats mitigés du reste de l'année. Au début de l'année 2005, les effets du ralentissement de la demande mondiale et ceux de la perte de compétitivité-prix résultant de l'appréciation de l'euro se conjugueraient pour limiter la croissance des ventes à l'étranger.

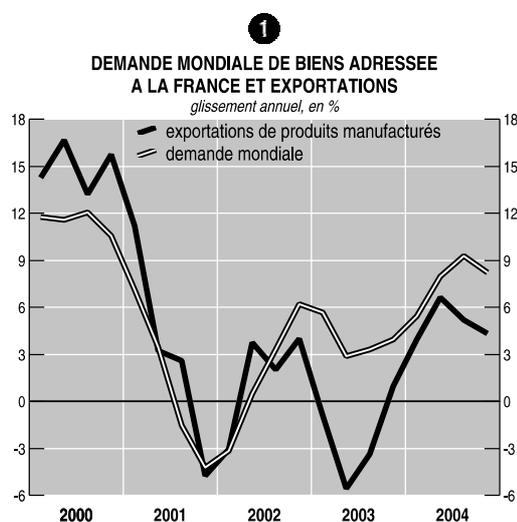
Les importations, qui ont ralenti pendant la seconde moitié de l'année, rebondiraient au premier trimestre en raison de la bonne tenue de la consommation des ménages fin 2004 et début 2005. Au deuxième trimestre, elles décélèreraient légèrement en liaison avec le ralentissement de l'investissement des entreprises.

L'environnement international, très dynamique au second semestre de 2004, serait moins porteur au début de l'année

Les importations des principaux pays partenaires de la France se sont sensiblement accrues en 2004. Ainsi, en moyenne annuelle, la hausse des importations atteignait 5,4% en Allemagne, 9,0% en Espagne et 9,9% aux États-Unis. Reflétant ce mouvement, la demande mondiale de biens adressée à la France a été très dynamique (cf. graphique 1). En glissement annuel, elle progressait de plus de 9,0% au troisième trimestre de 2004. Depuis lors, la demande en provenance des pays partenaires a ralenti (cf. graphique 2), notamment depuis l'Allemagne et l'Espagne. Au début de l'année 2005, elle se stabiliserait, en glissement annuel, avant de ralentir au deuxième trimestre de 2005.

Les exportations de produits manufacturés seraient pénalisées par une perte de compétitivité-prix en début d'année 2005

En 2004, les exportations françaises semblent ne pas avoir profité pleinement de cet environnement porteur. La croissance des exportations françaises en produits manufacturés a été de 5,0% en 2004 contre 8,5% en Allemagne et aux États-Unis. Les ventes à l'étranger de produits manufacturés ont crû moins rapidement que l'activité mondiale ne le laissait envisager. Les exportations de la France ont été pénalisées par une mauvaise segmentation de marché, tant au niveau sectoriel que géographique : exportant peu vers les pays à forte croissance et peu spécialisée en biens d'équipement, la France n'a vu la demande mondiale qui lui est adressée augmenter que de 8,2% en glissement annuel en 2004 (cf. graphique 1) alors que dans le même temps, le com-



PRÉVISION DE CROISSANCE DES ÉCHANGES EXTÉRIEURS AUX PRIX DE 1995

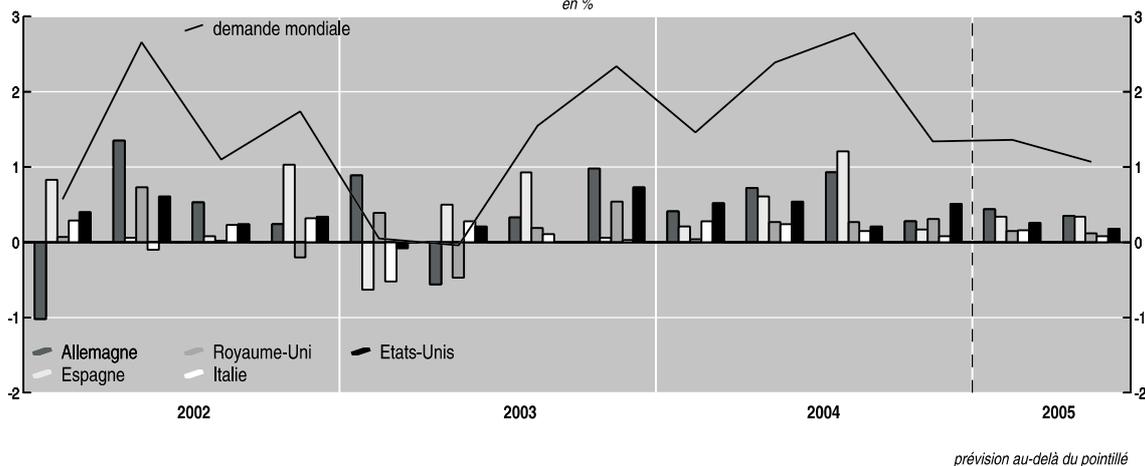
(en %)

	2003		2004				2005	
	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.
Importations								
Ensemble des biens et services	-0,2	2,8	1,1	3,7	2,3	1,1	1,3	1,2
Produits manufacturés	-0,5	3,8	1,0	4,7	2,5	1,1	1,5	1,3
Exportations								
Ensemble des biens et services	0,9	1,4	0,6	1,0	0,5	1,3	1,0	1,0
Produits manufacturés	2,0	2,8	0,5	1,2	0,6	1,9	1,0	1,1

■ Prévvision

2

CONTRIBUTION PAR PAYS A LA CROISSANCE DE LA DEMANDE MONDIALE ADRESSEE A LA FRANCE



merce mondiale a cru d'environ 10%. De plus, les effets de change et le maintien des marges des exportateurs se sont ajoutés à ces facteurs défavorables : en prenant en compte à la fois la demande adressée à la France et la compétitivité-prix⁽¹⁾, les exportations françaises auraient du croître de 5,6% en glissement annuel. Au final, elles n'ont augmenté que de 4,3% : la France a donc connu en 2004 une perte de compétitivité hors-prix. Sur longue période, toujours en prenant en compte la demande mondiale adressée à la France et la compétitivité-prix, il apparaît que les exportations attendues sont supérieures à celles constatées depuis 2001 (cf. graphique 3). Les exportateurs français ont donc enregistré une perte de compétitivité hors-prix sur l'ensemble de cette période. Les performances des ventes à l'étranger à la fin de 2003 laissaient augurer

un retour aux fondamentaux des exportations mais, en 2004, les exportateurs ont de nouveau perdu des parts de marchés.

Les exportations de produits manufacturés ont accéléré au quatrième trimestre de 2004. Après le léger tassement survenu au troisième trimestre, le volume des ventes à l'étranger a progressé de 1,9% au quatrième trimestre. Ce léger rebond peut être interprété comme un phénomène de rattrapage, notamment dans la branche automobile. Par ailleurs, il a été soutenu par la très forte croissance des ventes à l'étranger de biens d'équipement (cf. graphique 4).

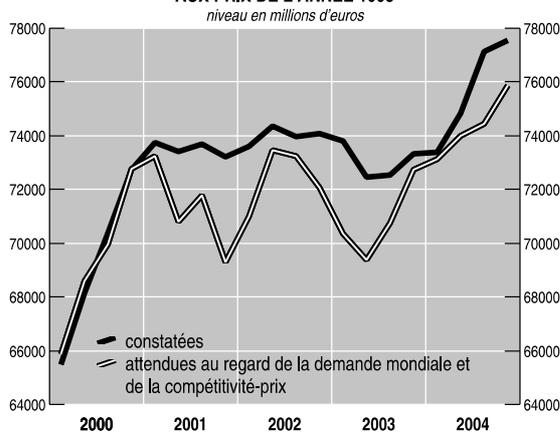
Le dynamisme de la production des constructeurs automobiles français au cours de l'année 2004 (+3,3% par rapport à 2003 d'après le Comité des Constructeurs Français d'Automobiles) ne s'était pas traduit par une croissance forte des exportations au cours des trois premiers trimestres de l'année, alors même que les immatriculations en France demeuraient atones sur la période. Ainsi, la forte croissance des exportations survenue au quatrième trimestre (+3,9%) peut en partie s'interpréter comme un rattrapage après le creux survenu en août (-5,8% en valeur d'après les Douanes). Sur l'ensemble de l'année, la hausse des exportations de produits automobiles a été forte, atteignant 3,8%. Cette croissance a été soutenue par le développement rapide des débouchés dans certains pays partenaires, notamment l'Iran et la Turquie.

De plus, les ventes à l'étranger de biens d'équipement ont fortement progressé au quatrième trimestre (+2,6%), contribuant à hauteur de +0,8 point à la croissance des exportations de produits manufacturés. Ce dynamisme est principalement imputable à la réalisation d'un grand contrat de matériel militaire en novembre mais les exportations de biens d'équipement mécaniques demeurent également bien orientées.

Au premier semestre de l'année 2005, les exportations de produits manufacturés ralentiraient sous l'effet de la décélération de la demande mondiale.

3

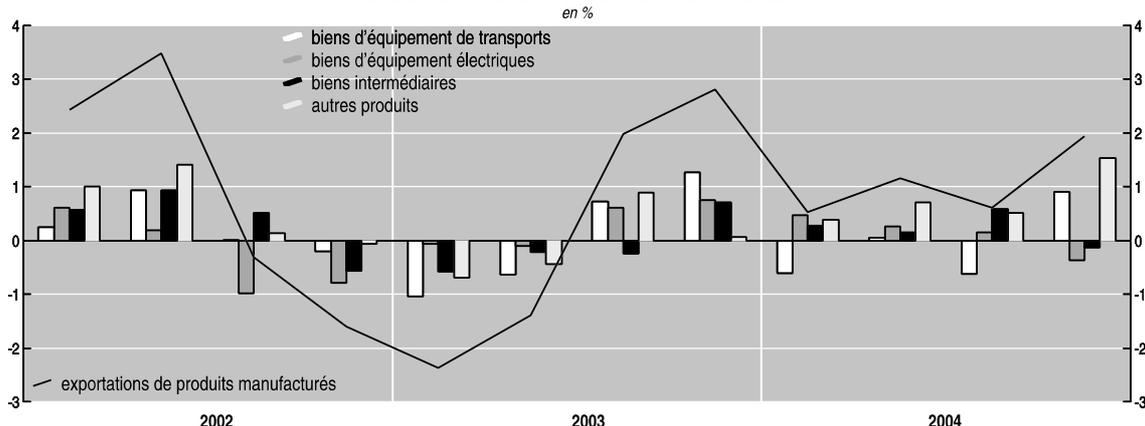
EXPORTATIONS DE PRODUITS MANUFACTURES AUX PRIX DE L'ANNEE 1995



(1) La compétitivité prix est définie comme le ratio du prix des exportations d'un panier de concurrents par le prix des exportations françaises.

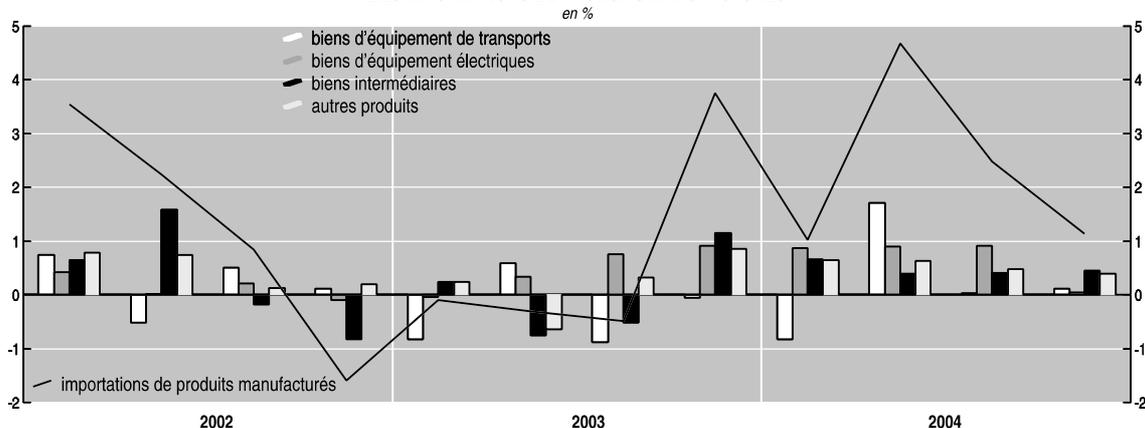
4

CONTRIBUTION PAR POSTES A LA CROISSANCE DES EXPORTATIONS DE PRODUITS MANUFACTURÉS



5

CONTRIBUTION PAR POSTES A LA CROISSANCE DES IMPORTATIONS DE PRODUITS MANUFACTURÉS



De plus, les effets conjugués de l'appréciation de l'euro et de la hausse des prix à l'exportation survenue en fin d'année réduiraient la compétitivité-prix des produits français, freinant les exportations de produits manufacturés. Néanmoins, les livraisons d'Airbus seraient fortes et soutiendraient la croissance des exportations : le constructeur européen a livré 24 appareils en janvier 2005 contre 18 en janvier 2004 et 16 en janvier 2003 (cf. encadré). En outre, les objectifs de livraisons sur l'année 2005 sont en hausse de 10% par rapport à 2004 : Airbus table sur des livraisons de l'ordre de 350 appareils cette année.

Au final, la croissance des exportations de produits manufacturés serait de 1,0% au premier trimestre de 2005. Par la suite, sous l'hypothèse d'une stabilisation du taux de change euro/dollar, la compétitivité-prix pèserait moins sur les exportations qui s'inscriraient sur un rythme de croissance de 1,1% au deuxième trimestre.

La demande intérieure soutiendrait la croissance des importations de produits manufacturés au premier semestre de 2005

Les importations de produits manufacturés ont continûment décéléré après le point haut du deuxième trimestre de 2004 : leur croissance a été de 4,7% au deuxième trimestre, 2,5% au troisième et 1,1% au quatrième trimestre. Ce reflux des importations est en premier lieu imputable au ralentissement des achats à l'étranger de biens d'équipement (cf. graphique 5) en liaison avec la faiblesse de l'investissement des entreprises au cours de la seconde moitié de l'année. En effet, depuis le point haut enregistré au deuxième trimestre de 2004 (+8,9%), la décélération des importations de biens d'équipement a été nette : +2,9% au troisième trimestre puis +0,1% au quatrième. Ce phénomène s'explique de notamment par le coup d'arrêt brutal des importations de biens d'équipement électriques et électroni-

ques au quatrième trimestre : après quatre trimestres de hausse à des rythmes supérieurs à 5,0%, elles ne progressent que de 0,2%.

Par ailleurs, les importations de produits automobiles ont continûment décéléré depuis le printemps (+2,0% au quatrième trimestre de 2004 après +5,1% au troisième et +7,1% au deuxième). Sur l'année, la croissance des achats à l'étranger de ces produits atteint 9,6%.

La croissance des importations de biens de consommation atteint 1,9% au quatrième trimestre de 2004, en lien avec le dynamisme des dépenses de consommation des ménages en fin d'année (cf. fiche « *Consommation et investissement des ménages* »). Notamment, les achats à l'étranger ont été vigoureux dans l'habillement (+9,7%) au quatrième trimestre de 2004. Sur l'ensemble de l'année, la croissance des importations de biens de consumma-

tion atteint 10,5%, soutenue par l'explosion des achats à l'étranger de biens d'équipement du foyer et d'habillement qui contribuent respectivement à cette croissance à hauteur de 5,8 points et de 3,1 points.

Le dynamisme de la consommation des ménages au tournant de l'année soutiendrait la croissance des importations de produits manufacturés au premier trimestre de 2005. Dans le même temps, les entreprises continueraient d'ajuster le niveau de leurs stocks : ceci limiterait la contribution de la demande des entreprises à la croissance des importations de produits manufacturés. Par la suite, la consommation des ménages décélérerait, de même que l'investissement des entreprises. Par conséquent, les achats à l'étranger ralentiraient au deuxième trimestre. Au final, les importations de produits manufacturés progresseraient de 1,5% au premier trimestre et de 1,3% au deuxième. ■

Airbus, un exportateur majeur...

Le lancement de l'A380, qui a eu lieu le 18 janvier dernier, a mis l'avionneur européen sur le devant de la scène médiatique. La mise en production du nouveau très gros porteur confortera la position d'acteur majeur du commerce extérieur de la France du constructeur européen, détenu à 80% par European Aeronautique Defence and Space Company (EADS). Au cours de l'année 2004, Airbus a livré 320 appareils, fabriqués dans ses deux chaînes d'assemblage, l'une se situant à Toulouse, l'autre à Hambourg. Les appareils de type A318, A319 et A321⁽¹⁾, qui représentent près de 40% des livraisons de 2004, sont assemblés en Allemagne, les autres modèles⁽²⁾ en France. Le montant des appareils assemblés en France pour Airbus et comptabilisé dans les exportations françaises représente 4% du montant total des exportations de produits manufacturés. Ainsi, du fait de l'importance des livraisons globales et de la valeur unitaire des appareils, l'impact conjoncturel de leur production et de leur livraison est visible macroéconomiquement.

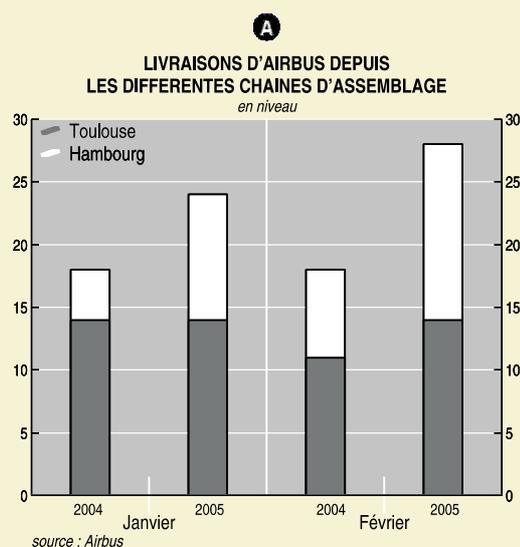
...dont la place devrait encore se consolider...

Le montant des appareils comptabilisés dans les exportations françaises devrait croître significativement en 2005. En effet, le consortium européen prévoit la livraison de 350 à 360 appareils, soit 10% de plus qu'en 2004. Les premiers effets de cette progression sont déjà visibles dans les résultats de janvier et février (cf. graphique A). L'état des carnets de commandes d'Airbus, répertoriés sur le site de l'avionneur, permet de penser qu'une part importante de la demande n'est pas encore satisfaite. Près de 1 000 appareils, qui devraient être assemblés en France, restent à livrer, dont près de 150 A380. Ces dernières livraisons ne devraient pas intervenir avant le premier semestre de 2006. De plus, les perspectives de demande sont bien orientées. Ainsi, d'après l'IATA⁽³⁾, le trafic passager a crû de 7,6% en 2004 et devrait augmenter en moyenne de 5% chaque année d'ici à 2008. Airbus estime que les compagnies aériennes auront besoin de 17 300 appareils entre 2004 et 2023, dont plus de 10% seraient commandés par les seules compagnies chinoises. À moyen terme, Airbus devrait donc continuer à être un vecteur de croissance des échanges extérieurs de la France.

(1) À titre indicatif, le prix approximatif d'un A318 est de 25 millions d'euros, celui d'un A319 est de 28 millions d'euros et celui d'un A321 est de 40 millions d'euros.

(2) A300, A320, A330 et A340. Le prix approximatif d'un A300 est de 100 millions d'euros, d'un A320 de 35 millions d'euros, d'un A330 de 80 millions d'euros et d'un A340 de 100 millions d'euros.

(3) International Air Transport Association

**...notamment avec le lancement de l'A380**

L'A380 est actuellement en phase de test et son premier vol devrait avoir lieu au printemps 2005. Le client inaugural, Singapore Airlines, devrait le mettre en service à la mi-2006. D'après le calendrier indicatif de la Direction Générale de l'Aviation Civile (DGAC), 12 appareils devraient entrer en chaîne de production en 2005, 30 en 2006 et 41 en 2007. 16 appareils seraient livrés en 2006 et 34 en 2007. Ainsi, le montant des livraisons d'A380 se monterait en 2006 à 1% des exportations manufacturières, sous l'hypothèse d'un prix catalogue de 280 millions de dollars, d'un taux de change euro/dollar à 1,30 et en supposant de plus que tous les appareils livrés sont exportés. En effet, les appareils commandés par Air France ne devraient pas être livrés avant le printemps 2007.

Ces livraisons dopent les échanges mais leur impact sur le solde commercial sera en revanche plus limité. À l'échelle européenne, l'A380 constitue en effet un jeu de meccano industriel. La provenance de ses différentes composantes (près de trois millions de pièces détachées) est complexe : le fuselage est fabriqué en France et en Allemagne, les ailes et certains moteurs au Royaume-Uni, la queue en Espagne. Deux types de moteurs ont été développés : l'un est construit par Rolls-Royce, l'autre par une filiale commune aux sociétés américaines Pratt & Whitney et General Electric. Les quatre réacteurs représentent près de 30% de la valeur de l'appareil. Au final, en totalisant pièces et assemblage, on peut évaluer à près de 30% la part de l'A380 effectivement produite en France et donc également à 30% la part de la valeur ajoutée comptabilisée en France. ■