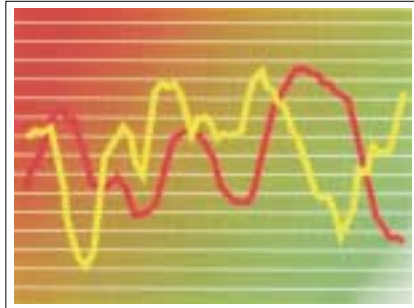


# POINT DE CONJONCTURE



## L'Europe en retard

**E**n Europe, le premier semestre de 2003 a été marqué par une stagnation de l'activité. L'Allemagne et l'Italie ont même connu une légère récession. Dans la zone euro, l'Espagne est le seul grand pays à avoir conservé une croissance. En France, la légère progression du Pib au premier trimestre (+ 0,1%) a été suivie d'un recul (-0,3%) au second, reflet de la faiblesse de toutes les composantes de la demande : les exportations ont continué de baisser ; l'investissement a stagné dans un contexte de forte incertitude et de faiblesse des perspectives de demande ; la consommation des ménages s'est infléchie avec le tassement des revenus et un comportement d'achat prudent généré par les craintes sur l'évolution de l'emploi et par le contexte international. La croissance a été plus soutenue hors d'Europe, notamment en Asie et aux États-Unis. Dans ce pays, elle a dépassé un rythme de 3% au deuxième trimestre, grâce, certes, à un fort soutien des dépenses publiques, mais aussi grâce à l'accélération de la consommation privée et au dégel de l'investissement.

À la rentrée, l'élément le plus marquant du panorama conjoncturel est que la croissance américaine continue de progresser. Elle évoluerait au second semestre sur un rythme voisin de 4%. Un contexte budgétaire et monétaire très favorable à la croissance, et de forts gains de productivité de nature à amorcer un cercle vertueux, donnent à cette reprise des chances de durer. L'Europe est appelée à profiter de l'amélioration du contexte international. On observe d'ailleurs depuis le début de l'été un redressement du climat conjoncturel,

mais qui tarde à se traduire dans l'activité des entreprises. Des freins à la croissance subsistent. L'évolution récente des changes limite le développement des exportations. L'ajustement des bilans et de l'emploi, sans doute moins avancé qu'aux États-Unis, continue de brider la demande intérieure, qui ne bénéficie pas du même soutien de la politique budgétaire. Enfin, l'impact de la canicule sur les produits frais et le maintien à un niveau élevé des prix du pétrole repoussent à l'année prochaine le mouvement de désinflation attendu.

En France, l'inflation resterait jusqu'en décembre au voisinage de 2%, limitant les gains de pouvoir d'achat. Avec le maintien d'un comportement prudent des ménages, la consommation n'augmenterait que de 0,3% à 0,4% aux troisième et quatrième trimestres. L'investissement n'enregistrerait qu'un timide redressement en fin d'année. Au total, la croissance évoluerait au second semestre sur un rythme annualisé de l'ordre de 1%, ce qui correspondrait à une progression du Pib en 2003 de 0,2%. Dans ce contexte, l'emploi salarié privé diminuerait de 20000 sur la deuxième moitié de l'année. Le taux de chômage atteindrait ainsi 9,9% en décembre.

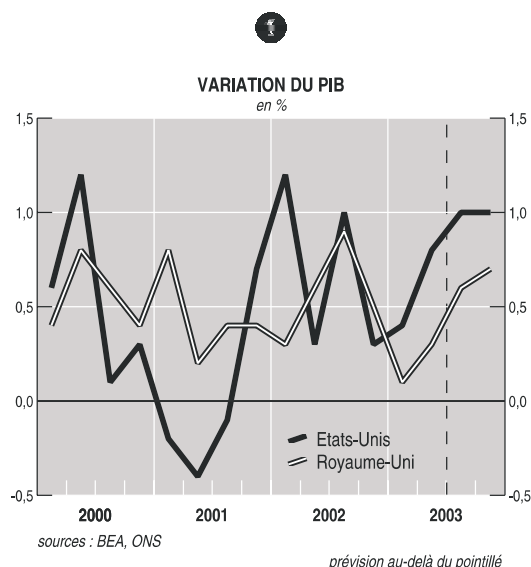
La reprise américaine, en creusant le déficit extérieur des États-Unis, entretiendrait le risque d'une nouvelle appréciation de l'euro après la pause observée cet été. Mais elle pourrait aussi avancer le redressement de la demande des entreprises européennes, clé d'une accélération de l'activité dans la zone euro.

## L'environnement international de la zone euro devient plus porteur au second semestre de 2003...

La conjoncture dans les grands pays contributeurs aux échanges de la zone euro s'oriente favorablement depuis le deuxième trimestre (cf. graphique 1).

Les États-Unis sont redevenus au deuxième trimestre la locomotive de la croissance mondiale. Le retour des bénéfices d'exploitation des entreprises américaines et l'assouplissement des conditions financières ont en effet favorisé la reprise de l'investissement privé dès le deuxième trimestre. L'investissement continuerait de croître à un bon rythme au second semestre, dans un contexte où la consommation resterait vigoureuse. Le nouveau stimulus budgétaire voté en mai (baisse des impôts durant l'été) compense l'effet de la récente hausse des taux d'intérêt à long terme, de nature à freiner les refinancements hypothécaires notamment. Ainsi, les dépenses de consommation des ménages en août se sont accrues de 0,5% après un mois de juillet encore plus fort (+0,7%). Corrélativement à la bonne tenue de la demande intérieure, la production retrouverait des rythmes de croissance élevés, comme le suggèrent les indices (ISM) de climat des affaires, qui ont dépassé le seuil de 50 aussi bien dans l'industrie (en juillet) que dans les services (en avril). La croissance du Pib serait de 1,0% par trimestre au second semestre. Les importations américaines connaîtraient aussi une croissance forte, comme au deuxième trimestre, et redynamiseraient les échanges internationaux.

La croissance au Royaume-Uni retrouverait également des niveaux élevés au second semestre (+0,6% par trimestre). Dans un contexte international plus porteur, les exportations prendraient progressivement le relais de la consommation comme moteur de la croissance britannique.



## ... le commerce extérieur de la zone euro serait un peu relancé

Dans un contexte de reprise du commerce international, initiée par le rebond de croissance aux États-Unis, les échanges de la zone euro vers l'extérieur seraient revigorés. Ce serait surtout le cas en Allemagne, où les carnets de commandes étrangers sont moins déprimés qu'en France et en Italie dans les enquêtes de septembre (cf. graphique 2). L'appréciation effective de l'euro depuis le début de l'année (+3%) resterait toutefois un facteur limitant.

En France, les exportations totales stagneraient au troisième trimestre avant d'accélérer au quatrième. Les exportations de biens du troisième trimestre resteraient en effet peu dynamiques : la hausse enregistrée dans les données douanières de juillet (+1,2% en valeur) ne fait que compenser le très important recul de mai. S'agissant des services, la progression au troisième trimestre ne serait pas non plus très forte,

## FRANCE : ÉQUILIBRE RESSOURCES-EMPLOIS EN VOLUME

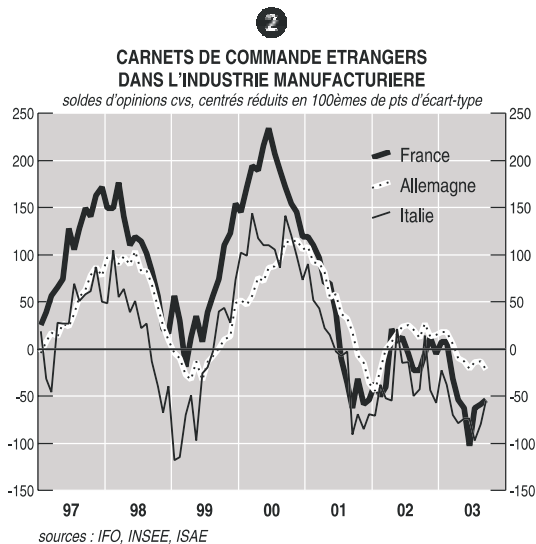
(aux prix de 1995, données cvs-cjo, moyennes trimestrielles ou annuelles, en %)

|  |        | 2001               |                   |                   |                   | 2002               |                   |                   |                   | 2003               |                   |                   |                   | 2001 | 2002 | 2003 |
|--|--------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------|------|------|
|  |        | 1 <sup>er</sup> T. | 2 <sup>e</sup> T. | 3 <sup>e</sup> T. | 4 <sup>e</sup> T. | 1 <sup>er</sup> T. | 2 <sup>e</sup> T. | 3 <sup>e</sup> T. | 4 <sup>e</sup> T. | 1 <sup>er</sup> T. | 2 <sup>e</sup> T. | 3 <sup>e</sup> T. | 4 <sup>e</sup> T. |      |      |      |
| <b>PIB</b>   | (100%) | 0,5                | 0,0               | 0,4               | -0,3              | 0,7                | 0,7               | 0,2               | -0,2              | 0,1                | -0,3              | 0,2               | 0,4               | 2,1  | 1,3  | 0,2  |
| Importations   | (27%)  | -1,7               | -1,3              | -1,1              | -1,4              | 1,6                | 1,1               | 0,8               | -0,5              | 0,1                | 0,2               | 0,1               | 0,4               | 1,4  | 0,8  | 0,7  |
| Dépense de consommation des ménages                        | (54%)  | 1,3                | 0,5               | 0,7               | 0,1               | 0,3                | 0,5               | 0,4               | 0,3               | 0,7                | 0,0               | 0,4               | 0,3               | 2,7  | 1,5  | 1,6  |
| Dépense de consommation des administrations <sup>(1)</sup> | (24%)  | 0,6                | 0,7               | 1,3               | 0,5               | 1,4                | 1,2               | 0,7               | 0,6               | 0,4                | 0,2               | 0,6               | 0,3               | 3,2  | 4,0  | 2,0  |
| FBCF totale  | (20%)  | 0,4                | -0,9              | 0,1               | -0,4              | -0,2               | -0,3              | -0,6              | -1,0              | 0,1                | 0,0               | -0,2              | 0,3               | 2,1  | -1,4 | -1,1 |
| dont : SNFEI   | (11%)  | 0,3                | -0,4              | -0,1              | -0,6              | -0,4               | -1,3              | -0,9              | -1,6              | 0,0                | -0,2              | -0,6              | 0,1               | 3,5  | -2,8 | -2,4 |
| Ménages  | (5%)   | 1,1                | -0,9              | 0,6               | -0,1              | 0,0                | 1,1               | 0,1               | -0,2              | 0,3                | 0,4               | 0,4               | 0,5               | 0,8  | 0,8  | 1,1  |
| Exportations   | (29%)  | -0,4               | -2,3              | -0,2              | -1,9              | 1,7                | 2,4               | 0,3               | -0,7              | -2,2               | -0,6              | -0,1              | 0,7               | 1,8  | 1,3  | -2,3 |
| <b>Contributions</b>                                       |        |                    |                   |                   |                   |                    |                   |                   |                   |                    |                   |                   |                   |      |      |      |
| Demande intérieure hors stocks <sup>(2)</sup>              |        | 0,9                | 0,2               | 0,7               | 0,1               | 0,4                | 0,5               | 0,3               | 0,1               | 0,5                | 0,1               | 0,3               | 0,3               | 2,6  | 1,4  | 1,1  |
| Variations de stocks <sup>(2)</sup>                        |        | -0,7               | 0,1               | -0,5              | -0,2              | 0,2                | -0,2              | 0,1               | -0,3              | 0,3                | -0,2              | 0,0               | 0,1               | -0,7 | -0,3 | -0,1 |
| Echanges de biens et services                              |        | 0,4                | -0,3              | 0,2               | -0,2              | 0,0                | 0,4               | -0,2              | -0,1              | -0,7               | -0,2              | 0,0               | 0,1               | 0,1  | 0,2  | -0,9 |

Prévision

(1) Dépenses de consommation des APU et des ISBLSM.

(2) Les variations de stocks sont y.c. acquisitions nettes d'objets de valeur.



notamment en raison d'une saison touristique moins réussie que l'année précédente (le nombre de nuitées des étrangers dans les hôtels est en baisse de près de 12% en août). Au quatrième trimestre, la croissance forte des échanges commerciaux hors zone euro et un retour à la croissance chez les partenaires de la zone euro induiraient un rebond des exportations.

### La croissance de la demande intérieure de la zone euro resterait cependant fragile

#### Les ménages conserveraient un comportement de précaution

La consommation des ménages resterait peu vigoureuse dans les grands pays de la zone euro. C'est ce que les derniers chiffres disponibles de ventes au détail laissent entrevoir en Allemagne (-0,3% d'acquis pour le troisième trimestre en août) et ceux de consommation en produits manufacturés en France (-0,7% d'acquis pour le troisième trimestre en août). Ceci s'explique d'abord par le ralentissement des revenus consécutifs à celui de l'activité passée. La remontée du taux de chômage en Allemagne et en France joue par ailleurs dans le sens de la reconstitution de l'épargne de précaution des ménages.

En France, la faiblesse de la croissance de la consommation serait ainsi d'abord liée à la stabilisation à un bas niveau de celle du pouvoir d'achat au second semestre (cf. graphique 3). Dans le secteur privé, l'emploi salarié continuerait de baisser légèrement (-0,1% par trimestre), les entreprises continuant d'ajuster le volume de l'emploi à celui d'une activité en baisse au cours du deuxième trimestre. De plus, le taux de chômage continuant d'augmenter pour atteindre 9,9% à la fin de l'année, les augmentations de salaires seraient contenues. Elles profiteraient malgré tout de la hausse du Smic, qui atteint 5,3% en juillet pour les salariés n'ayant pas été concernés par la réduction légale du temps de travail. Elles profiteraient aussi quelque peu du rattrapage de pouvoir d'achat des sa-

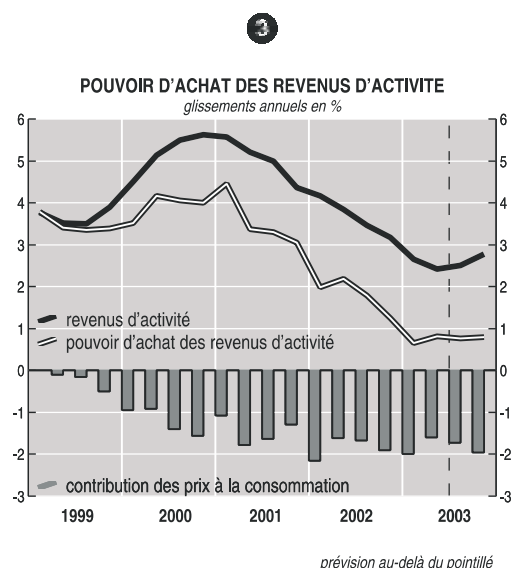
laire lié à l'augmentation passée des prix. Au total, la hausse (non corrigée des variations saisonnières) du salaire mensuel de base serait de 0,8% au troisième trimestre et de 0,6% au quatrième.

Le maintien de l'inflation autour de 2% durant tout le second semestre continuerait de peser sur le pouvoir d'achat des revenus d'activité des ménages. Les hausses récentes trouvent leurs causes notamment dans la progression des prix alimentaires. Les gelées tardives en avril ont en effet réduit la récolte de fruits à noyau (pêches, cerises...) durant l'été et provoqué des hausses de prix inhabituelles. La sécheresse depuis le mois de juin a aussi provoqué des hausses de prix importantes pour les céréales, davantage demandées par les éleveurs désirant pallier le manque de surface de pâturage. Le prix de la viande connaît aussi une hausse substantielle qui devrait perdurer jusqu'à la fin de l'année. Elle serait en outre renforcée par l'effet de la canicule d'août qui a diminué les rendements de l'élevage et détruit une partie de la production passée (abattages de volailles). L'inflation sera encore rehaussée par la diffusion des effets de l'augmentation passée du prix du pétrole, notamment aux prix de consommation de biens manufacturés. Enfin, la hausse des taxes sur le tabac, prévue d'environ 18%, contribuera aussi à celle des prix.

Au total, la croissance de la consommation des ménages en France serait un peu supérieure à 0,3% par trimestre d'ici la fin de l'année, et proche de 0,3% pour la zone euro. Dans le même temps, l'investissement logement des ménages en France continuerait de progresser sur un rythme analogue (0,4% par trimestre), les ménages profitant de taux d'intérêt à long terme encore bas.

#### Le redémarrage de l'investissement serait frileux

Outre l'amélioration du commerce mondial, l'assouplissement des conditions de financement pour les entreprises serait favorable à un accroissement de l'investissement en zone euro. Néanmoins, cette amélioration resterait très modérée car dans l'in-



dustrie, les taux d'utilisation des capacités et les commandes demeurent à des niveaux bas dans tous les pays.

En France, l'investissement des entreprises tarderait ainsi à retrouver un rythme de croissance positif. Il se stabiliserait au cours du second semestre, à la faveur de l'assouplissement des conditions financières déjà observé : la bourse a connu une hausse importante depuis la fin mars (environ +30% pour le CAC40), les primes de risque payées sur les emprunts obligataires se sont réduites (-54 points de base) et la dégradation des marges a pris fin.

À partir du quatrième trimestre, l'investissement en stocks de produits finis s'orienterait plus favorablement, de sorte que la contribution des variations de stocks accompagnerait le regain de croissance de la production manufacturière. Ceci est conforme au jugement des chefs d'entreprises dans l'industrie qui estiment que les stocks de produits finis sont actuellement à des niveaux normaux alors que les perspectives de production et de demande s'améliorent.

### **Dans les grands pays de la zone euro, la croissance « sous-jacente »<sup>(1)</sup> serait faible d'ici la fin de l'année...**

Dans l'industrie, les chefs d'entreprise commencent à montrer davantage d'optimisme, comme il ressort des soldes d'opinion en septembre sur les perspectives de production pour tous les pays de la zone euro. Toutefois, il ne faut pas s'attendre à un rebond substantiel de croissance, car la sortie de la mauvaise passe de croissance observée au deuxième trimestre serait lente selon les chefs d'entreprises dont l'opinion sur la production passée continue de stagner en septembre.

Dans les services, le climat des affaires demeure globalement maussade. En Italie, en France et surtout en Allemagne, un début d'amélioration est cependant perceptible depuis juillet dans les perspectives de demande.

Au total, la situation de croissance sous-jacente en France ne se distinguerait pas de celle en zone euro : elle serait de l'ordre de 0,3% par trimestre.

(1) Hors correction des aléas de type climatique, grève... , qui ont marqué le deuxième trimestre en France : voir partie suivante.

### **... avec en France un profil trimestriel chahuté**

Au deuxième trimestre, de nombreux aléas négatifs se sont cumulés, de nature à expliquer une croissance du Pib de -0,3% seulement, bien en deçà de la prévision effectuée en juin. En premier lieu, la production manufacturière s'est contractée un peu plus fortement que prévu, de -0,5%. En deuxième lieu, la consommation en services de santé de ville a baissé de manière inattendue, ce qui, par rapport à la tendance observée ces dernières années, a contribué négativement pour 0,15 point à la croissance du Pib. En troisième lieu, les grèves en mai et juin, bien que d'ampleur beaucoup moindre qu'en décembre 1995, ont affecté la production de transport ferroviaire et ont pu provoquer des reports de consommation. Ces deux éléments auraient coûté au total de l'ordre de 0,1 point de croissance du Pib.

En contrepoint des effets négatifs des aléas du deuxième trimestre, la croissance profiterait un peu au troisième trimestre d'effets favorables. Surtout, la production de transport reviendrait à des niveaux plus normaux. Les rattrapages des reports de consommation liés aux grèves et au caractère exceptionnellement bas de la consommation des services de santé de ville ne semblent néanmoins pas se produire rapidement.

À l'opposé, les effets de la canicule pourraient globalement peser sur la croissance. La température au troisième trimestre a été plus de 2°C supérieure à la normale (calculée depuis 1971). Les effets dans l'agriculture sont clairement visibles surtout pour la production de céréales (en 2003 par rapport à 2002, -21% pour le blé et -30% pour le maïs) et de volailles (mort de trois à quatre millions de poulets et de dindes, soit 2 à 3% du cheptel français). La conséquence serait une progression du Pib sur l'ensemble de l'année 2003 revue en baisse de 0,1-0,2 point (déjà en partie intégrée dans les comptes trimestriels). Parmi les autres secteurs d'activité, l'effet sur la production d'électricité est peu notable et les effets dans l'agroalimentaire restent encore incertains sur les données disponibles.

Au total, la croissance en France serait de 0,2% au troisième trimestre et de 0,4% au quatrième.

Outre les aléas propres à la France, ceux d'origine internationale seraient également importants, pour le commerce de la zone euro notamment : la poursuite de l'appréciation de l'euro serait un facteur défavorable tandis que la mise en place d'un cercle vertueux de croissance aux États-Unis –avec créations d'emplois– serait au contraire un facteur favorable. ■