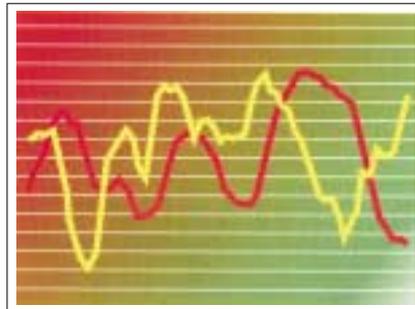


POINT DE CONJONCTURE



La reprise différée

Le mouvement de reprise qui s'était amorcé en Europe à la fin de l'année dernière s'est essoufflé dès le printemps. La faiblesse des ressorts internes de la zone euro, caractérisée par la stagnation de la demande intérieure hors stocks qui y est observée depuis un an, fragilise les économies européennes vis à vis des chocs externes. Les anticipations des entreprises se sont brusquement infléchies à la baisse avec la prise de conscience de la fragilité du rebond de l'économie américaine, la chute spectaculaire des marchés boursiers et la remontée des prix du pétrole. Le restockage attendu ne s'est pas produit. La demande des entreprises est restée atone. Ainsi la progression du PIB s'est stabilisée en France au premier semestre sur un rythme de 2%, alimentée par une demande des ménages dont la résistance a permis à notre pays d'afficher une croissance un peu supérieure à celle de ses partenaires de la zone euro. L'économie allemande en particulier a surpris par son faible dynamisme, lié à l'absence de réanimation de la consommation.

A la fin de l'été, l'économie américaine, dont la croissance a été sensible au troisième trimestre, est soumise au risque d'une diminution de la demande des ménages, dû à l'orientation négative de l'effet de richesse et à l'état dégradé du marché du travail. Les marchés boursiers sont toujours déprimés. Dans la zone euro, les anticipations des entrepreneurs continuent généralement de s'éroder.

Dans cet environnement ne permettant guère d'apport de l'extérieur, la croissance française reposerait encore au second semestre sur la consommation des ménages. Celle-ci progresse au troisième trimestre, mais est freinée par la détérioration des anticipations des ménages qui traduit l'inquiétude suscitée par la progression régulière du chômage. Avec la poursuite de la stagnation de l'emploi, le taux de chômage avoisinerait 9,3% en décembre. Toutefois, la forte progression du revenu disponible liée à la prime pour l'emploi et aux baisses d'impôts soutiendra le pouvoir d'achat en fin d'année, dans un contexte où l'inflation resterait modérée. L'augmentation temporaire (2,3% en décembre) du glissement des prix à la consommation masquerait un tassement progressif de l'inflation sous-jacente.

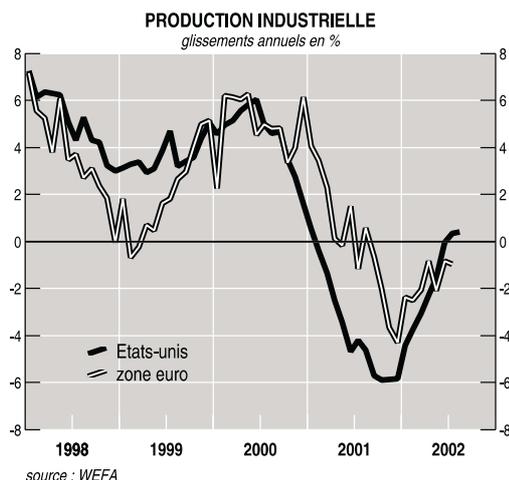
La demande des entreprises qui sont confrontées à la nécessité de restaurer leurs comptes, continuerait de stagner. Ainsi la croissance serait plus faible au second semestre qu'au premier, le rythme de progression du PIB étant de l'ordre de 1,5%. Au total, la croissance en moyenne annuelle serait de 1% en 2002. Ce chiffre, le plus faible depuis 9 ans, est la traduction d'un environnement instable depuis dix-huit mois, et de l'incertitude liée aux aléas baissiers qui subsistent, dans un contexte où beaucoup de fondamentaux restent favorables à la croissance.

Un contexte international marqué par la baisse des marchés des actions et par la remontée du prix du pétrole...

Au printemps, les affaires de fraudes comptables aux États-Unis ont initié un important mouvement de défiance vis-à-vis des marchés des actions dans les pays industrialisés. L'affaire Enron a montré des failles dans le système de contrôle comptable américain. Depuis, d'autres grandes entreprises américaines, dont les noms étaient souvent associés à la réussite des dernières années (WorldCom, Qwest...), ont été épinglées par les auditeurs aux comptes et par la SEC (Securities and Exchange Commission). Ces affaires se sont déroulées alors que de nombreuses incertitudes demeuraient quant à la robustesse du ressaut d'activité américaine au premier trimestre (+1,2%, précédé de +0,7% au quatrième trimestre de 2001 et suivi de +0,3% au deuxième trimestre de 2002) et alors que dans la zone euro la demande intérieure hors stocks stagne depuis un an (cf. graphique 3). Un recul important des bourses actions aux États-Unis s'en est suivi, qui s'est diffusé dans tous les pays industrialisés. Ainsi, depuis mai, aux États-Unis, le Dow Jones a chuté de 20%, l'Eurostoxx de plus de 30% en Europe, le CAC40 de plus de 30% en France.

Ce mouvement de repli des bourses correspond pour les grandes entreprises des pays industrialisés à un resserrement important des conditions financières. Dans certains secteurs, notamment ceux liés aux nouvelles technologies de l'information et des télécommunications, les entreprises s'étaient lourdement endettées et ont des difficultés à faire face à leurs échéances. In fine, tous les secteurs sont touchés, y compris le secteur bancaire qui voit ses actifs perdre leur valeur de manière importante.

1



Les répercussions sur la sphère réelle sont bien visibles du côté des entreprises. Dans les pays anglosaxons l'investissement est en baisse au deuxième trimestre aux États-Unis, pour le septième trimestre consécutif, et est stable au Royaume-Uni, après les baisses des cinq derniers trimestres. Par ailleurs, on assiste à un repli des anticipations des entrepreneurs aux États-Unis : l'indice ISM du climat des affaires dans l'industrie manufacturière américaine s'est arrondi à partir de mars, à un niveau encore élevé, avant de chuter fortement en juillet et août ; dans le secteur des services, l'indice ISM est également en recul dans les derniers mois. Sur la base des perspectives des entrepreneurs, on ne peut ainsi guère anticiper un rebond notable de l'investissement aux États-Unis pour la fin de l'année.

Du côté des ménages, les répercussions ne se sont pas encore fait sentir, mais le pourraient d'ici la fin de l'année. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, l'ef-

FRANCE : ÉQUILIBRE RESSOURCES-EMPLOIS EN VOLUME

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

		2000				2001				2002				2000	2001	2002
		1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.			
PIB	(100%)	1,1	0,8	0,5	1,3	0,3	-0,1	0,5	-0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	4,2	1,8	1,0
Importations	(27%)	3,8	3,7	4,1	3,3	-2,0	-1,7	-0,7	-3,1	2,2	0,6	0,9	1,1	15,0	0,8	0,2
Dépense de consommation des ménages	(54%)	0,8	0,3	0,4	0,6	1,1	0,4	0,9	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	2,9	2,7	1,8
Dépense de consommation des APU ⁽¹⁾	(24%)	0,5	0,9	0,5	1,0	0,3	0,5	1,0	0,5	0,8	0,9	0,8	0,6	2,8	2,5	3,1
FBCF totale	(20%)	3,0	1,8	0,7	2,1	0,6	-0,5	0,4	-0,6	0,4	0,1	-0,2	-0,3	8,3	2,7	-0,1
dont : SNFEI	(11%)	3,0	1,8	1,0	3,0	0,3	-0,2	0,4	-0,9	0,5	-0,4	-0,4	-0,4	8,9	3,3	-0,6
Ménages	(5%)	2,3	1,2	-0,3	-0,5	0,4	-1,4	0,2	-0,1	-0,2	1,0	0,0	0,0	4,1	-0,8	0,2
Exportations	(29%)	3,5	4,1	2,6	3,4	-0,3	-2,8	-0,6	-2,2	1,4	1,5	1,4	1,3	13,6	1,5	0,8
Contributions																
Demande intérieure hors stocks ⁽²⁾		1,2	0,8	0,5	1,0	0,8	0,2	0,8	0,1	0,4	0,5	0,4	0,3	3,8	2,6	1,7
Variations de stocks ⁽²⁾		0,0	-0,1	0,3	0,2	-0,9	0,1	-0,4	-0,8	0,2	-0,3	-0,2	-0,1	0,4	-1,0	-0,9
Échanges de biens et services		0,0	0,2	-0,3	0,1	0,5	-0,4	0,0	0,2	-0,2	0,3	0,2	0,1	-0,1	0,2	0,2

■ Prévision

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

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

fet patrimonial négatif lié à la baisse des bourses a jusqu'à présent été compensé par plusieurs phénomènes : le dynamisme des prix dans l'immobilier et les baisses de taux d'intérêt ont permis aux ménages de soutirer des liquidités d'un refinancement de leurs emprunts immobiliers ; aux États-Unis, les baisses d'impôts de l'année passée ont continué de dynamiser le revenu disponible au premier semestre ; l'inflation des prix de détail demeure à des niveaux raisonnables (+1,8% aux États-Unis, +2,0% au Royaume-Uni en août). Ainsi, la croissance de la consommation des ménages est demeurée robuste au premier semestre : +0,65% aux États-Unis et +0,85% au Royaume-Uni en moyenne par trimestre. Selon les données de ventes au détail disponibles pour les mois de juillet et août, on peut s'attendre à une croissance encore vive aux États-Unis au troisième trimestre. Toutefois, ce rythme paraît difficilement soutenable. Au troisième trimestre, les ménages ont en effet profité de plans de financement très attrayants proposés par les concessionnaires automobiles pour acheter un véhicule, mais ceci pourrait s'estomper au quatrième trimestre. La composante hors automobile des ventes au détail est déjà en croissance très faible depuis mai. La confiance des ménages est par ailleurs orientée à la baisse, et la hausse récente des demandeurs d'assurance chômage ne présage pas d'une amélioration de leur moral. De même, la hausse des prix de l'immobilier qui avait soutenu les dépenses des ménages au Royaume-Uni pourrait s'essouffler et augurer d'un ralentissement de la consommation.

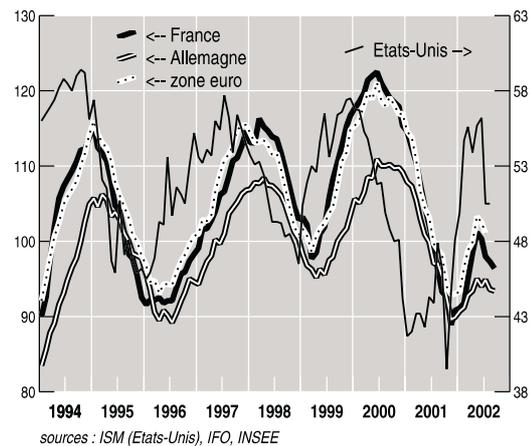
Par ailleurs, pour la fin de l'année, la hausse du prix du pétrole depuis l'été (de 24\$ le baril en juin à plus de 27\$ depuis septembre) est un facteur aggravant pour les perspectives de croissance mondiale. Le prélèvement de pouvoir d'achat que cette hausse signifie devrait en effet se répercuter rapidement sur les dépenses des ménages.

... qui affecte le comportement de dépense des entreprises de la zone euro

Le repli des anticipations des entrepreneurs aux États-Unis se retrouve dans les trois plus grands pays de la zone euro (cf. graphique 2) et vient prolonger l'atonie de l'investissement des entreprises depuis 2001. L'indice synthétique pour la zone euro du climat des affaires dans l'industrie manufacturière s'est arrondi à partir de mai et s'est inscrit en légère baisse au cours de l'été. Parallèlement, l'investissement est en chute au deuxième trimestre en Allemagne (-2,5%) et en Italie (-0,6%).

En France, les entreprises ne font pas exception à ce comportement de restriction des dépenses, qui devrait se poursuivre jusqu'à la fin de l'année. Au deuxième trimestre, le recul de l'investissement des entreprises (-0,4%) et le déstockage (avec une contribution négative à la croissance du PIB de -0,3%) ont surpris, compte tenu de la bonne orienta-

INDICATEURS DE CLIMAT CONJONCTUREL DANS L'INDUSTRIE



tion des anticipations dans l'industrie jusqu'en mai. Comme dans la zone euro, le climat des affaires en France est depuis l'été clairement orienté à la baisse dans l'industrie manufacturière. Ceci pourrait se traduire par une baisse de l'investissement et une aggravation du déstockage au troisième et au quatrième trimestres dans cette branche. Dans les services, les entrepreneurs encore optimistes en juillet quant aux perspectives de demande commenceraient à montrer quelques signes d'inquiétudes, en parallèle de la tendance passée de la demande qui dans ce secteur demeure mal orientée.

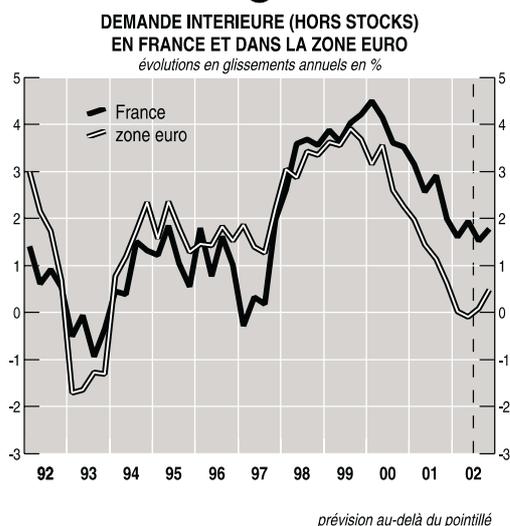
Les entreprises françaises ont également gelé les créations d'emploi au premier semestre, et le feraient encore au second compte tenu de l'orientation des perspectives de la demande. Par ailleurs, les créations nettes d'emplois (hors emplois aidés) dans le secteur non concurrentiel seraient compensées par les destructions d'emplois non salariés. Le nombre d'emplois aidés dans le secteur non concurrentiel (CES, CEC, ...) diminuerait un peu quant à lui. Ainsi, l'emploi total s'inscrirait en légère baisse au second semestre. Compte tenu de l'accroissement tendanciel de la population active, le taux de chômage, déjà en hausse légère depuis le début de l'année, pourrait atteindre 9,3% en fin d'année.

Les dépenses des ménages demeureraient un élément robuste en France...

Dans le secteur concurrentiel, la hausse du taux de chômage continuerait de peser sur la progression des salaires. Dans le secteur non concurrentiel, les salaires seraient en ralentissement au second semestre, car la prochaine augmentation du traitement indiciaire est prévue en décembre (+0,7% après +0,6% en mars dernier et +0,7% en novembre 2001).

Au total, la masse salariale décélère. Par ailleurs, le glissement des prix de la consommation augmenterait un peu à partir du troisième trimestre, suite no-

3



tamment à l'accélération des prix de l'énergie et de la santé. Elle atteindrait 2,3% en décembre. La tendance du revenu réel s'infléchirait sur la fin de l'année.

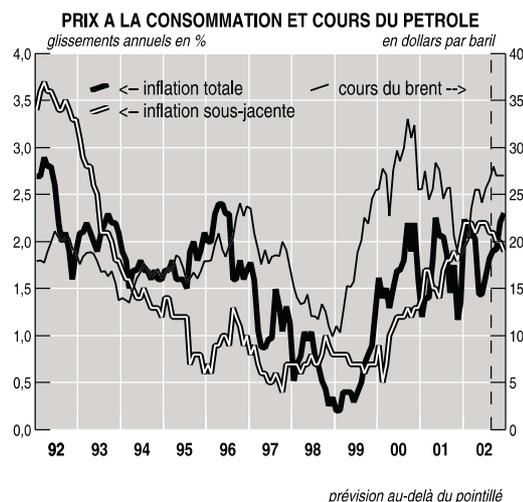
A partir du quatrième trimestre, les baisses d'impôts consenties aux ménages dynamiseraient le revenu. Les baisses d'impôts s'élèveraient à près de 5 milliards d'euros, soit environ 2% du revenu des ménages du quatrième trimestre. Les expériences passées de baisses d'impôts, aussi bien en France que dans d'autres pays industrialisés, indiquent que les ménages lissent beaucoup les à-coups de revenu. Ainsi, les baisses d'impôts ne seraient que très partiellement consommées au deuxième semestre, ce qui entraînerait une remontée importante et vraisemblablement temporaire du taux d'épargne.

Au total, la consommation des ménages continuerait sur un rythme de 2,0% par an sur la fin de l'année.

... mais le ralentissement mondial des échanges pèserait sur l'activité française à la fin de l'année

Le ralentissement de la demande mondiale induirait une décélération de nos exportations, notamment au quatrième trimestre. Car, à la fin de l'année, les dépenses des ménages dans les pays anglo-saxons

4



ralentiraient et ne compenseraient plus l'atonie persistante de la demande intérieure dans les pays de la zone euro.

Au total, l'activité française maintiendrait au second semestre un rythme inférieur à son potentiel mais supérieur à celui de la zone euro

Au second semestre, le PIB aurait un rythme légèrement inférieur à celui du premier semestre : +0,4% en moyenne par trimestre au second semestre après +0,5% en moyenne par trimestre au premier. Ceci serait le reflet d'un ralentissement dans de nombreuses branches, notamment dans la branche manufacturière.

Dans cette prévision, les aléas sont importants. La consommation pourrait apparaître plus dynamique au quatrième trimestre, compte tenu du niveau historiquement élevé atteint par le taux d'épargne. A contrario, les exportations pâtiraient d'une dégradation plus importante qu'anticipée de l'environnement international, notamment en cas de ralentissement plus conséquent aux États-Unis. En cas de tensions aggravées avec l'Irak, l'hypothèse retenue d'un prix du baril à 27\$ devrait être revue à la hausse : les dépenses de consommation en seraient affectées en France et dans les pays industrialisés. ■