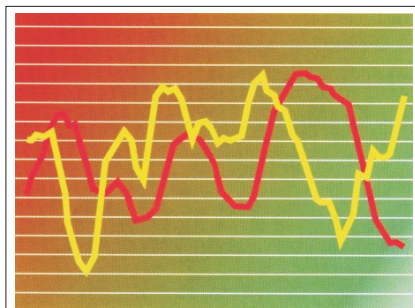


POINT DE CONJONCTURE



La reprise européenne en attente d'un second souffle

Au premier semestre, la croissance en zone euro a légèrement accéléré pour atteindre un rythme annualisé un peu supérieur à 2%. Cette croissance a reposé pour l'essentiel sur les exportations hors zone euro, ce qui a été une source d'écart entre les pays de la zone, inégalement capables de profiter de la demande mondiale. L'Allemagne a le mieux bénéficié du contexte international très porteur et a ainsi compensé la faiblesse persistante de sa demande intérieure. La France a enregistré une croissance supérieure à la moyenne de la zone (de l'ordre de 3% en rythme annualisé) grâce à une consommation des ménages particulièrement vigoureuse, notamment en produits manufacturés, accompagnée d'une accélération de la reprise des investissements.

À la rentrée, l'environnement international de la zone euro apparaît un peu moins dynamique. L'économie américaine revient vers des rythmes de croissance de l'ordre de 3%. Les perspectives de l'économie chinoise sont moins brillantes. L'ensemble des pays industrialisés subissent l'effet négatif persistant d'un cours élevé du pétrole.

Ainsi la croissance en zone euro devrait-elle cesser d'accélérer au second semestre, tout en se rééquilibrant au profit de sa composante intérieure, grâce notamment à des conditions monétaires et financières toujours accommodantes.

En France, après une forte progression au premier semestre, la consommation des ménages est revenue depuis l'été vers des rythmes plus modérés, plus en ligne avec les évolutions récentes du pouvoir d'achat. Ce dernier a été limité par la modestie de la croissance, enfin retrouvée, de l'emploi salarié, et par le maintien de l'inflation au-dessus de 2% en raison des effets directs de la hausse des prix du pétrole, dans un contexte de hausses de salaire stabilisées. À la rentrée, les anticipations des ménages et des entreprises sont teintées d'un optimisme prudent. Avec un maintien sur un rythme de 4% de l'investissement des entreprises, mais un investissement des ménages en logement moins vigoureux, la croissance en France reviendrait au second semestre sur un rythme de 0,5 à 0,6% par trimestre. Elle serait ainsi de 2,4% en 2004 (en données corrigées des jours ouvrables). Il en résulterait une légère augmentation de l'emploi salarié marchand. Avec d'importants retraits d'activité, le taux de chômage s'infléchirait en fin d'année (9,8% en décembre).

Le principal aléa réside dans l'évolution des cours du pétrole. Une poursuite de leur hausse aplattirait un peu plus, sans la rompre, la phase de reprise. À l'inverse, un reflux des cours, et un possible réveil des consommateurs allemands, pourraient apporter à l'économie européenne le second souffle qu'elle recherche actuellement.

Depuis un an, la conjoncture en zone euro a été stimulée par la demande extérieure

Depuis la mi 2003, la croissance du PIB de la zone euro a atteint des rythmes annualisés autour de 2%. Cette performance est pour les trois quarts la résultante du dynamisme des exportations vers les pays hors zone euro (États-Unis, PECO, Asie...).

Parmi les grands pays de la zone euro, une différence notable est apparue entre ceux connaissant les taux de croissance les plus élevés (France et Espagne) et les autres (Allemagne et Italie). Les premiers ont en effet bénéficié d'une demande intérieure assez forte tandis que la croissance des seconds s'appuyait seulement sur les exportations. Au deuxième trimestre, la consommation des ménages a ainsi crû de 3,2% sur un an en Espagne et de 2,7% en France alors qu'elle a augmenté de 1,0% seulement en Italie et a baissé de -0,8% en Allemagne. Les exportations ont en revanche progressé depuis un an de 12,2% en Allemagne, 6,4% en Italie, 4,7% en Espagne et de 4,3% en France. En Allemagne, les exportations extrêmement dynamiques en biens d'équipement s'expliqueraient notamment par les besoins des filiales allemandes dans les PECO et en Asie.

Durant l'été, l'environnement international de la zone euro est devenu un peu moins prometteur

Le niveau élevé des prix du pétrole perdurerait, mais ses effets sur les prix globaux et sur l'activité mondiale restent faibles

Depuis juin, la progression du prix du Brent s'est renforcée. Cela tient aux difficultés de l'offre et au risque ressenti de rupture d'approvisionnement face à une demande toujours vigoureuse. L'offre russe a cristallisé les inquiétudes depuis le début juillet avec les déboires judiciaires du producteur Ioukos. L'augmentation des quotas par les pays de l'Opep le 15 septembre, anticipée dès la mi-août, n'a enrayé la montée des prix du pétrole que temporairement. Car les stocks commerciaux des pays consommateurs, notamment aux États-Unis, demeurent faibles en comparaison des moyennes historiques.

Le prix du Brent se maintiendrait ainsi à près de 40\$ au quatrième trimestre, comme au troisième. Les conséquences pour la croissance mondiale et pour l'évolution des prix de consommation sont pour l'instant peu visibles et resteraient faibles à l'horizon de la fin de l'année. Les effets sur les prix à la consommation se cantonnent aux effets mécaniques directs, mais ne se diffusent pas aux salaires et aux prix de production globaux (absence d'effet de « second tour »).

Les conditions financières demeurent très favorables malgré le léger resserrement récent des politiques monétaires

En l'absence d'effet de second tour de l'augmentation du prix du pétrole sur les prix à la consommation, la remontée des taux monétaires aux États-Unis et au Royaume-Uni s'explique avant tout par la volonté des autorités monétaires de refroidir quelque peu la demande. Ainsi, la Réserve fédérale américaine a relevé son taux directeur de 75 points de base (pb) depuis juin, à 1,75%, tandis que la Banque d'Angleterre a rehaussé le sien de 125 pb depuis novembre 2003, à 4,75%. Les marchés obligataires et boursiers se maintiennent et n'ont pas eu d'évolution

marquée durant l'été, signe que le risque perçu par les investisseurs financiers demeure très faible malgré l'augmentation du prix du pétrole.

Les économies américaine et chinoise ont déjà commencé de ralentir et le Royaume-Uni devrait suivre dans cette voie

Aux États-Unis, l'amenuisement des stimuli budgétaire et monétaire continuerait de contribuer au ralentissement de l'activité et la hausse du prix du pétrole pèserait davantage. La croissance du PIB au deuxième trimestre a atteint 0,8% après 1,1% au premier trimestre, en raison d'une consommation en progression moins forte (+0,4% après +1,0%). Le stimulus des baisses d'impôts semble se tarir et la politique monétaire prend un tour moins expansionniste. D'autres facteurs contribuent aussi dans le sens d'un ralentissement du pouvoir d'achat des ménages : depuis juin, les créations d'emploi ont été plus faibles qu'au printemps et le resteraient d'ici la fin de l'année de sorte que les revenus salariaux seraient modérés ; les prix à la consommation pâtiraient du niveau élevé atteint par le prix du pétrole. La consommation et l'investissement des ménages s'installeraient ainsi durablement sur un rythme de croissance plus modéré qu'en début d'année. Quelques indicateurs quantitatifs disponibles pour le troisième trimestre vont dans ce sens : les mises en chantier ralentissent et les ventes au détail sont en baisse sur trois mois, entre juin et août. Les informations prospectives émanant des enquêtes de conjoncture s'orientent aussi moins favorablement : la confiance des ménages baisse et les indicateurs ISM d'activité diminuent sensiblement, reflétant sans doute des inquiétudes liées au niveau du prix du pétrole. Enfin, les perspectives d'investissement restent bonnes bien qu'en léger retrait comme en témoignent les commandes de biens d'investissement, en baisse en août. Au total, la croissance du PIB américain resterait sur un rythme annualisé de 3% au second semestre comme au deuxième trimestre.

En Chine, la volonté affichée des autorités politiques de refroidir l'économie semble se matérialiser : les importations chinoises s'inscrivent en ralentissement depuis juillet, signe probable que la demande intérieure et l'activité augmentent moins vite.

Au Royaume-Uni, le durcissement des conditions monétaires et financières, ainsi que les prémices d'un retournement du marché de l'immobilier, commenceraient à peser sur la croissance. Outre la remontée des taux monétaires, les prix de l'immobilier (indice Halifax) ont baissé en août. Ainsi, les ménages ne pourraient plus tirer autant avantage d'un endettement bon marché ou des fonds extraits des refinancements de leur dette immobilière, et ralentiraient leurs dépenses.

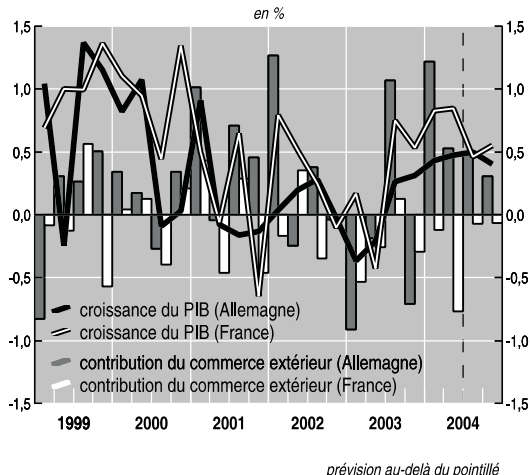
Un rééquilibrage de la croissance s'opérerait en zone euro vers des bases plus internes dans les pays les plus en retard dans le cycle

L'Allemagne et l'Italie continueraient de profiter d'un commerce intra-zone revigoré qui autoriserait une légère amélioration de la croissance de leur demande intérieure...

Tirés par la demande des autres pays de la zone, plus en avance dans le cycle de croissance, les exportations de l'Allemagne et de l'Italie demeureraient vives, sur des rythmes annualisés de 9 et 6% respectivement. Les revenus dégagés de la croissance en Allemagne resteraient largement au profit des entreprises comme dans le passé récent mais les ménages finiraient par en profiter aussi et



CROISSANCE ET CONTRIBUTION DU COMMERCE EXTERIEUR POUR L'ALLEMAGNE ET LA FRANCE



par augmenter leurs dépenses de consommation. Les entreprises continueraient de restaurer leurs marges et d'investir des capitaux dans leurs filiales dans les PECO et en Asie. En retour, ces filiales attireraient de nouvelles exportations de biens en provenance d'Allemagne. En Italie, la croissance du pouvoir d'achat des ménages, notamment fondée sur l'augmentation des salaires réels depuis le début de l'année, augmenterait une progression modérée de la consommation.

...en revanche, la vigueur de la croissance s'atténuerait un peu en France et en Espagne après la forte croissance du premier semestre

Avec une demande intérieure encore robuste quoiqu'en ralentissement, les importations en France et en Espagne garderaient un rythme élevé. Avec une progression des exportations moins vive qu'en Allemagne, la contribution de l'extérieur à la croissance de ces pays resterait négative en prévision à la différence de la situation en Allemagne et en Italie (cf. graphique 1).

En France, après la très bonne performance du premier semestre, la consommation des ménages reviendrait vers des rythmes plus modérés, en ligne avec les évolutions récentes du pouvoir d'achat des revenus

Au premier semestre, la progression de la consommation des ménages a été vigoureuse, notamment en biens manufacturés (+3,5%). La croissance des dépenses a été particulièrement forte pour les biens durables, i.e. l'automobile et l'équipement du foyer. Ce dernier a bénéficié en juin d'une croissance exceptionnelle de 6,8%, peut-être en raison d'un effet Coupe d'Europe de football et d'un temps plus clément qu'à l'accoutumée, dans un contexte de mise en place de mesures de soutien à la consommation.

En juillet et août, la consommation en biens manufacturés s'est globalement repliée. Ce contrecoup permet aussi d'interpréter les dépenses de juin comme résultant en partie de l'avance de dépenses dans le temps. Il marquera l'évolution de la consommation totale du troisième trimestre, qui croîtrait de 0,3%, après 0,6% au deuxième et 1,0% au premier, pour revenir plus en ligne avec les évolutions passées du pouvoir d'achat. Ce dernier a crû de 0,3% au premier trimestre du fait en particulier des évolutions lentes de l'emploi concurrentiel. Au second semestre, le pouvoir d'achat continuerait de croître sur un rythme accéléré depuis le deuxième trimestre, portant sa croissance

annuelle à +1,8%. Les effets sur la consommation seraient de nouveau perceptibles à partir de l'automne : le taux de croissance des dépenses des ménages augmenterait à 0,5% au quatrième trimestre.

L'emploi redémarrerait progressivement et le taux de chômage s'infléchirait

Malgré la forte croissance de l'activité enregistrée depuis la mi 2003, l'emploi concurrentiel n'est pas reparti : il a baissé de 0,5% sur 2003 et s'est stabilisé au premier semestre. Ce décalage entre croissances de l'activité et de l'emploi apparaît normal au vu des comportements habituels des entreprises qui adaptent avec retard le volant d'emploi à la production.

Au second semestre de 2004, l'emploi concurrentiel croîtrait de 0,25%, soit environ +40000. Avec la légère baisse de l'emploi dans les branches non marchandes liée à la diminution des contrats aidés, l'emploi total progresserait de 6000 au second semestre. Le dispositif de retrait d'activité des salariés ayant eu des carrières longues connaissant un succès important selon les données de la Cnav (89900 demandes acceptées en août), la population active baisserait. Ainsi, le taux de chômage diminuerait légèrement en fin d'année, à 9,8%.

L'inflation reculerait malgré l'effet haussier du prix de l'énergie

La stabilisation du prix du tabac contribuerait fortement au recul de l'inflation d'ensemble de 2,4 en juillet à 2,0% en décembre. Par ailleurs, les prix alimentaires continueraient de ralentir en glissement annuel en raison de l'absence d'aléas climatiques néfastes cette année. Ceci est notamment le cas pour les fruits dont la production n'a ni pâti de gelées tardives au printemps, ni de sécheresse cet été. Les prix des produits industriels de grande consommation bénéficieraient aussi de l'application des accords entre industriels et grands distributeurs pour réduire les prix de marque. En revanche, les prix de l'énergie accéléreraient, répercutant la hausse du prix du pétrole cet été. Mais, au total, les effets jouant dans le sens d'un ralentissement l'emporteraient.

L'amélioration du pouvoir d'achat et le reflux de l'inflation semblent bien anticipés par les ménages dont la confiance s'améliore

En août, l'enquête de conjoncture auprès des ménages montre que l'indicateur synthétique des opinions sur le niveau de vie, sur la situation financière et sur l'opportunité d'acheter augmente. Par ailleurs, leur opinion sur les évolutions de prix s'améliore significativement.

Parallèlement au ralentissement de leurs dépenses de consommation, les ménages freineraient leurs dépenses d'investissement logement

Sur le segment du logement, les mises en chantier, vigoureuses en début d'année, se sont orientées en baisse durant l'été. Dans l'enquête de conjoncture dans le bâtiment, les entrepreneurs indiquent aussi que la tendance récente est en repli et que les perspectives sont stables.

Les entreprises garderaient un comportement d'investissement favorable mais plus prudent

Au premier semestre, l'investissement des entreprises a continué de bénéficier de la bonne tenue de la demande des ménages, de celle de l'extérieur depuis la mi 2003 et de conditions financières particulièrement favorables. La croissance de l'investissement a été vigoureuse en biens manufacturés, particulièrement en matériel de transport (automobile et aéronautique). En revanche, l'investissement en infrastructure est resté stable ainsi que celui en services (conseil et assistance).

Au second semestre, le ralentissement de la demande contribuerait à celui de l'investissement des entreprises. Par ailleurs, avec l'augmentation du prix du pétrole, le taux de marge baisserait légèrement, les entreprises ne repercutant pas instantanément cette hausse de coût dans leurs prix de vente. L'investissement en biens d'équipement mécanique et électronique resterait toujours bien orienté. Le matériel de transport le serait moins en contrecoup du premier semestre.

Le retour vers des rythmes moyens de la demande intérieure se traduirait par un ralentissement de la production dans quasiment tous les secteurs

La production de biens manufacturés continuerait de croître à bon rythme pour répondre à la demande toujours forte des entreprises, malgré le ralentissement de celle des ménages. Un fléchissement serait toutefois notable au troisième trimestre dans la branche automobile : au troisième trimestre, les immatriculations ont légèrement reculé. Dans l'enquête de conjoncture de septembre, les industriels confirment que la conjoncture a ralenti cet été, notamment dans l'automobile, mais ils considèrent les perspectives toujours bien orientées. Les constructeurs automobiles ont d'ailleurs annoncé leur décision d'embaucher dans les usines françaises d'ici 2005 (7000 embauches pour PSA en 2004, 5000 pour Renault en 2005). La production manufacturière ralentirait à +0,8% au troisième trimestre, après +1,2% au deuxième, avant de s'accélérer légèrement en fin d'année à +1,0%.

La production de services marchands resterait bien orientée quoiqu'en ralentissement parallèlement à celui de la demande des ménages. C'est ce qu'indiquent les entrepreneurs dans cette branche dans l'enquête de conjoncture de septembre (cf. graphique 2).

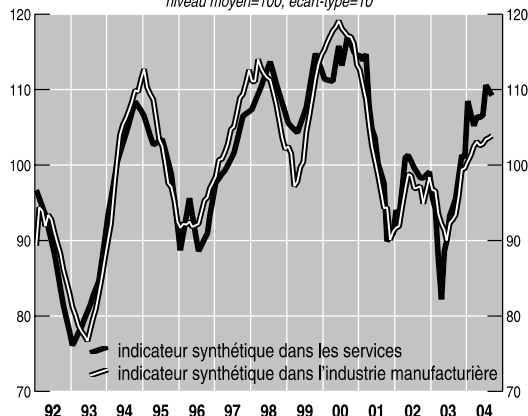
Après avoir connu une forte croissance au premier semestre, en lien avec le dynamisme de la consommation des ménages, l'activité dans le commerce reviendrait sur des rythmes de croissance moyens. Le ralentissement serait plus net dans le commerce non spécialisé, comme le suggèrent les opinions sur leurs intentions de commandes dans l'enquête de conjoncture de septembre dans le commerce de détail.

En revanche la production de services de santé serait en baisse au troisième trimestre : les évolutions désaisonnali-

2

CLIMAT DES AFFAIRES DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE ET DANS LES SERVICES

niveau moyen=100, écart-type=10



sées des remboursements de prestations maladie par la Cnam vont dans ce sens en juillet et août. Pour la fin d'année, l'évolution reviendrait à la normale.

La construction se stabiliserait à haut niveau. Outre l'orientation à la baisse des mises en chantier, les travaux publics connaîtraient aussi un ralentissement. Ceci ressort notamment de l'enquête de conjoncture trimestrielle du mois de juillet dans ce secteur.

La production agroalimentaire serait aussi en décélération. Les industriels du secteur montrent moins d'optimisme dans l'enquête de conjoncture de septembre.

Au total, la production ralentirait nettement dans la seconde partie de l'année. En moyenne annuelle, la croissance du PIB serait en 2004 de 2,4% au sens des comptes trimestriels (données corrigées des jours ouvrables). Compte tenu du fait que 2004 a connu un nombre de jours ouvrables plus important qu'en moyenne, il faut ajouter environ 0,2 point à cette croissance pour obtenir celle au sens des comptes annuels (données brutes) qui serait donc de 2,6% (cf. note méthodologique des comptes trimestriels disponible sur internet¹).

Les aléas ne devraient pas peser fortement sur la prévision de la croissance annuelle de 2004

Un niveau plus élevé du prix du pétrole (le baril de Brent coûtait 46\$ le 27 septembre) aurait des conséquences limitées à l'horizon de la prévision sur la croissance des pays de la zone euro : celle-ci serait amoindrie de moins de 0,1 point si le prix atteignait 50\$ (cf. encadré pp 16-17 de la note de conjoncture de juin). En sens inverse, on ne peut exclure que les ménages allemands adoptent un comportement plus dépensier après la longue période de retenue qu'ils ont manifesté. La croissance de la zone euro, de la France en particulier, pourrait alors en être rehaussée en fin d'année.

(1) En 2005, l'effet des jours ouvrables sur la croissance du PIB serait nul, leur nombre étant encore élevé : les jours fériés de mai (le 1^{er} et le 8) tombent en effet des dimanches.

Document disponible sur le site Web Insee, <http://www.insee.fr>

Rédaction achevée le 1^{er} octobre 2004

Rédacteurs : Michel Devilliers, Xavier Bonnet

Mise en page : Dominique Michot, Marina Robin

PTC 0410

ISSN : 1153-1316

Prix : 3,20 €

INSTITUT NATIONAL DE LA STATISTIQUE ET DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES
Direction Générale : 18, boulevard Adolphe Pinard 75675 PARIS CEDEX 14 - FRANCE
Directeur de la publication : Jean-Michel Charpin