



Fiches

Thématiques



Environnement international de la zone euro

En 2001, pour la première fois depuis plus de vingt ans, la demande mondiale adressée aux pays constituant la zone euro dans son ensemble reculerait pendant quatre trimestres consécutifs (-6,3% en glissement annuel en cette fin d'année). Le retournement de la conjoncture amorcé aux États-Unis à l'été 2000 s'est très rapidement diffusé à l'ensemble des économies du monde.

Presque partout, le schéma est le même. Dans un premier temps, la consommation des ménages, dopée par une politique budgétaire opportunément accommodante, résiste. Mais rapidement, à la brutale inflexion de l'investissement vient s'ajouter un ralentissement des créations d'emplois et une remontée du chômage qui pèsent sur la consommation.

Certains pays résistent mieux que d'autres, en s'appuyant sur un marché du travail toujours dynamique. C'est le cas du Royaume-Uni, dont l'activité progresse de 0,5% au troisième trimestre. Hors zone

euro, ce pays apparaît le mieux armé pour résister à la récession. Aux États-Unis, la consommation des ménages, bien qu'en ralentissement, s'est maintenue sur des rythmes soutenus jusqu'au deuxième trimestre de 2001, puis a faibli très nettement à l'été. Les craintes soulevées par les attentats du 11 septembre et ses conséquences devraient accélérer le mouvement cet automne.

Le Japon, qui n'est pas parvenu à sortir de la déflation au cours de la reprise précédente, aborde le retournement conjoncturel mondial avec une demande atone et un système financier en mauvais état. La récession s'est amorcée à nouveau dès le deuxième trimestre de 2001. Les zones émergentes sont prises dans la tourmente : les pays d'Asie spécialisés dans la production de nouvelles technologies sont entrés en récession dès le printemps. Enfin l'Amérique latine souffre des effets conjugués de la crise de la dette argentine et de la récession américaine.

PIB DES PRINCIPAUX PAYS INDUSTRIALISÉS HORS ZONE EURO (part des pays dans l'OCDE)

(variations annuelles et glissements semestriels en %)

Moyennes annuelles				Glissements semestriels ⁽¹⁾		
2000	2001	2002		2001		2002
				1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.
ÉTATS-UNIS (34,0%)						
4,1	1,1	0,5	PIB	0,4	-0,5	0,2
13,4	-2,9	-4,3	Importations (16%)	-3,4	-6,0	-1,4
4,8	2,8	0,9	Consommation privée (68%)	1,4	0,8	-0,1
2,7	3,4	4,9	Consommation publique (17%)	2,5	1,7	2,8
7,6	-1,8	-5,2	FBCF privée totale (17%)	-2,0	-3,8	-3,1
9,5	-4,5	-5,1	Exportations (13%)	-3,4	-7,8	-0,3
5,1	2,2	0,5	Contributions ⁽²⁾ : Demande intérieure hors stocks	1,0	0,1	-0,1
-0,1	-1,2	-0,2	Variations de stocks	-0,9	-0,8	0,1
-0,9	-0,1	0,1	Commerce extérieur	0,2	0,1	0,2
JAPON (17,2%)						
2,2	-0,3	-1,4	PIB	-0,2	-1,1	-0,6
9,6	-0,8	-7,1	Importations (11%)	-3,0	-7,5	-2,3
0,3	0,0	-1,8	Consommation privée (59%)	0,8	-1,9	-0,6
4,6	3,2	1,5	Consommation publique (9%)	2,7	0,4	0,7
3,2	-0,2	-2,3	FBCF totale (29%)	-2,1	0,2	-1,5
12,4	-6,6	-5,2	Exportations (14%)	-6,7	-5,8	-1,4
1,8	0,5	-1,3	Contributions ⁽²⁾ : Demande intérieure hors stocks	0,3	-0,9	-0,6
0,0	-0,1	-0,1	Variations de stocks	0,0	-0,2	-0,1
0,5	-0,7	0,1	Commerce extérieur	-0,5	0,0	0,1
ROYAUME-UNI (5,6%)						
2,9	2,2	1,7	PIB	1,1	0,7	0,8
10,7	2,1	-1,2	Importations (34%)	-0,6	-3,1	0,4
4,0	4,1	2,5	Consommation privée (63%)	2,3	1,7	0,9
1,6	2,2	4,4	Consommation publique (19%)	1,7	1,9	2,0
4,9	0,6	-2,3	FBCF totale (18%)	-1,1	-4,2	-0,8
10,2	0,6	-2,6	Exportations (31%)	-1,2	-4,1	-0,1
3,9	3,2	2,1	Contributions ⁽²⁾ : Demande intérieure hors stocks	1,6	0,8	0,9
-0,3	-0,3	-0,1	Variations de stocks	-0,2	0,0	0,1
-0,7	-0,6	-0,4	Commerce extérieur	-0,2	-0,2	-0,2

■ Préviation

(1) Variation entre le dernier trimestre du semestre considéré et le dernier trimestre du semestre précédent.

(2) Il est possible, pour des raisons statistiques, que la somme des contributions ne corresponde pas exactement à la variation du PIB à une date donnée.

Source : Direction de la prévision

États-Unis : coup de frein

L'économie américaine est entrée en récession. Au troisième trimestre, l'activité a reculé de -0,3% (-1,1% en rythme annualisé). Le soutien apporté jusqu'ici par la consommation des ménages s'est affaibli et ne parvient pas à compenser la chute de l'investissement. Alors que la baisse de l'investissement devrait se modérer quelque peu d'ici juin 2002, la demande des ménages continuerait de décélérer au cours des trimestres à venir. L'économie américaine ne devrait donc pas connaître de franche reprise à l'horizon de la prévision.

Plus encore que le resserrement de la politique monétaire en début 2000, c'est le retournement spontané de l'investissement productif qui est à l'origine de la récession actuelle de l'économie américaine. Il s'est amorcé à l'automne 2000-2001. Au troisième trimestre de 2001, il recule de -3,1%, après -4,1% au deuxième. L'amorce de ce mouvement s'explique par une révision brutale des anticipations de profits, qui s'est dans un premier temps traduite par un tarissement des sources de financement externe des entreprises américaines. De fait, l'intensité de l'effort d'équipement avait été particulièrement marquée au cours de la période 1995-1999 (cf. graphique 1) au regard d'un net ralentissement des profits des entreprises. Ce décalage traduisait les facilités alors accordées par les marchés financiers aux entreprises américaines (cf. encadré).

Or, depuis mars 2000, la correction boursière correspond à une réduction de la valorisation des fonds propres des entreprises et de leur rentabilité future anticipée par les marchés. Les entreprises se sont trouvées contraintes de puiser dans leurs propres réserves pour financer leurs projets, alors même que ces réserves se réduisaient. Le taux d'autofinancement de l'investissement s'est ainsi redressé de 48% au premier trimestre de 2000 à 73% au deuxième trimestre de 2001, alors que les profits reculaient sur la même période de 13%.

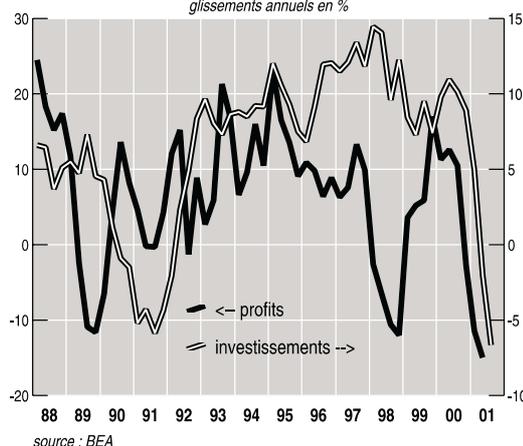
Toutefois, même s'il constitue sans doute le facteur déclenchant du retournement du cycle d'investissement, le durcissement des contraintes de financement ne constitue pas l'obstacle majeur à sa reprise. Le recul actuel de l'investissement traduit davantage un affaiblissement de la demande de capital, lié à la

suraccumulation enregistrée au cours des années récentes. La part nominale du PIB correspondant à l'investissement en équipement, proche de 7,5% sur la période 1972-1986, a considérablement augmenté au cours des années 1990 pour atteindre 10% début 2000. La chute de l'investissement depuis un an n'a ramené cette part qu'un peu en dessous de 9%, soit un niveau qui correspond encore aux pics des cycles précédents. Apprécié à cette aune, l'investissement en équipement ne redémarrerait pas avant le second semestre de 2002.

La fin du cycle d'investissement s'est accompagnée d'une forte réduction de la croissance de l'emploi pour plusieurs raisons. Tout d'abord parce que la baisse de la demande d'investissement a pesé sur l'activité, et partant, sur l'emploi. Mais aussi parce que le réajustement à la baisse de l'investissement réalisé après des années de suraccumulation s'est accompagné d'une réduction des capacités de production et donc de l'emploi jugé nécessaire pour les exploiter, en particulier dans les secteurs liés aux nouvelles technologies. Au total, le coup de frein sur l'emploi est très brutal depuis le début de l'année ; le

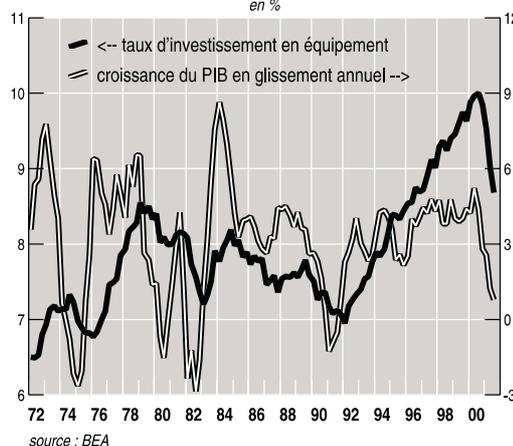
1

INVESTISSEMENT ET PROFITS
glissements annuels en %



2

INVESTISSEMENT EN EQUIPEMENT
ET CROISSANCE DES DEBOUCHES
en %



PIB D'AUTRES RÉGIONS DU MONDE

	(variations annuelles en %)		
	Moyennes annuelles		
	2000	2001	2002
Pays en transition	6,1	3,4	3,9
Russie	8,3	4,5	4,0
Europe centrale	4,0	2,0	2,1
Asie émergente⁽¹⁾	6,5	1,3	2,8
Amérique latine⁽²⁾	4,4	0,5	0,6

Prévision

(1) Corée, Hong Kong, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taïwan, Thaïlande.

(2) Argentine, Brésil, Chili, Mexique, Venezuela.

Source : Direction de la Prévision

Le tableau ci-contre décrit la structure de financement des entreprises américaine par grand type de titres : les fonds propres (qui sont constitués des réserves des entreprises), la dette obligataire, la dette bancaire et la dette commerciale (des créances à l'égard de clients). Ces différents modes de financement traduisent des arbitrages sur le coût et le niveau d'exigibilité demandés par les différents investisseurs. La dette obligataire est peu coûteuse, mais requiert une forte transparence à l'égard des marchés financiers. De plus, les émissions sont rares et coûteuses, et donc peu adaptées aux problèmes de trésorerie de court terme. La dette bancaire est plus souple, mais plus coûteuse ; lorsque l'entreprise est trop petite, elle peut être le seul moyen de recours. Finalement, les fonds propres, qui théoriquement sont la propriété des actionnaires, sont une ressource stable et peu coûteuse, car l'entreprise n'est pas obligée de verser des dividendes.

Le tableau décrit l'évolution du mode de financement des entreprises américaines entre 1980 et 2000. Il illustre le très net déclin des fonds propres dans le financement de l'investissement des entreprises, et la forte montée du recours à la dette. La situation est donc un peu plus délicate pour les entreprises américaines puisqu'elles ont choisi pour ce financement des investisseurs en mesure d'exiger remboursement (c'est la principale différence entre la dette et les fonds propres), en menaçant de conduire l'entreprise à la faillite.

Second aspect important, le type de créance qui est venu se substituer aux fonds propres est la dette obligataire, plus que la dette bancaire, qui demeure très minoritaire. Une implication importante de ce changement de structure est que les entreprises américaines se reposent de plus en plus sur les marchés obligataires pour financer leurs nouveaux projets. Ce phénomène s'est amplifié au cours du cycle précédent : sur 1997-1999, l'émission de titres de dette a totalisé près de 19% de l'investissement total des entreprises américaines⁽¹⁾, contre 10% en moyenne sur les cinq années précédentes.

Pour partie, les marchés se sont montrés plus tolérants à l'égard des entreprises car la valorisation de leurs fonds propres s'est très fortement accrue à partir de 1995. Rela-

glissement annuel de l'emploi salarié privé non agricole est passé de plus de 2% il y a un an à presque zéro au troisième trimestre de 2001 (cf. graphique 3). Au total, l'économie américaine a détruit quelques 800 000 emplois entre septembre et novembre 2001.

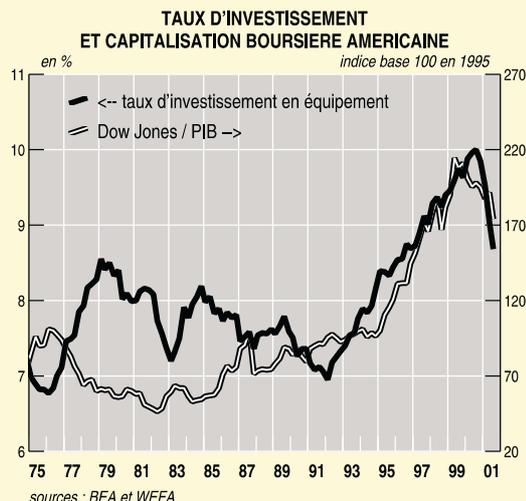
L'impact de ces évolutions commence à se faire sentir sur la consommation et l'investissement logement. Au troisième trimestre, la consommation des ménages ne progresse plus que de 1,2% en rythme annuel, contre 2,5% au trimestre précédent. Cette décélération devrait être encore plus marquée à l'hiver 2001-2002. En dépit d'un léger redressement des salaires réels, dû à la baisse de l'inflation, le coup de frein sur l'emploi s'est traduit par une inflexion sensible de la masse salariale réelle depuis 1999 (cf.

FINANCEMENT DE L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES AMÉRICAINES

(en % de l'augmentation du passif)

	1970-1979	1980-1989	1990-1999
Actions	7,9	-16,1	-19,4
Titres de dette	24,3	27,0	39,8
Emprunts bancaires	10,1	13,2	6,4
Autres emprunts	16,8	13,1	4,5
Crédit commercial	23,4	10,1	17,5
Autres dettes	17,6	52,6	51,2

Source : Federal Reserve



tivement au PIB, la capitalisation boursière⁽²⁾ a doublé entre 1995 et 2000 (cf. graphique). Du point de vue des créanciers, cela signifie que les actifs des entreprises sont plus importants, ce qui garantit leur solvabilité et donc leurs capacités d'emprunt. Le lien entre capitalisation boursière et capacité de financement externe est devenu d'autant plus important que les entreprises tendent à financer une part de plus en plus importante de leur bilan par dette négociable. ■

(1) Il s'agit de l'investissement non financier (machines, équipement) et financier (acquisitions par exemple), des entreprises non financières.

(2) Mesurée par l'indice Dow Jones.

graphique 4). Les baisses d'impôts accordées par l'administration Bush, de 0,6 point de revenu annuel pour l'année fiscale 2000-2001, compensent à peine l'effet du ralentissement de l'emploi. Ainsi, la consommation ne pourrait continuer de progresser sur le rythme observé jusqu'ici que si les revenus cessent de ralentir et les ménages n'épargnent pas davantage.

Ces deux conditions ne seront probablement pas réunies. Certes le réajustement de l'emploi lié au phénomène de suraccumulation de capital est peut être en voie d'achèvement, mais les effets de l'activité sur l'emploi vont continuer à se faire sentir. Le taux de chômage pourrait ainsi atteindre 6,4% à la fin du premier semestre de 2002. En outre, l'épargne de précaution est un phénomène important aux États-Unis.

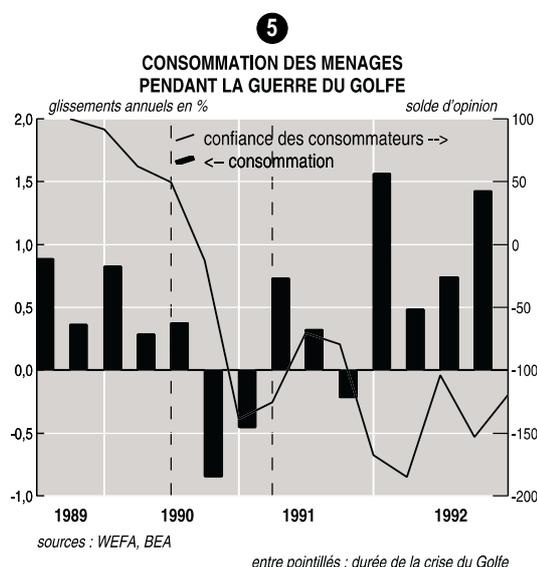
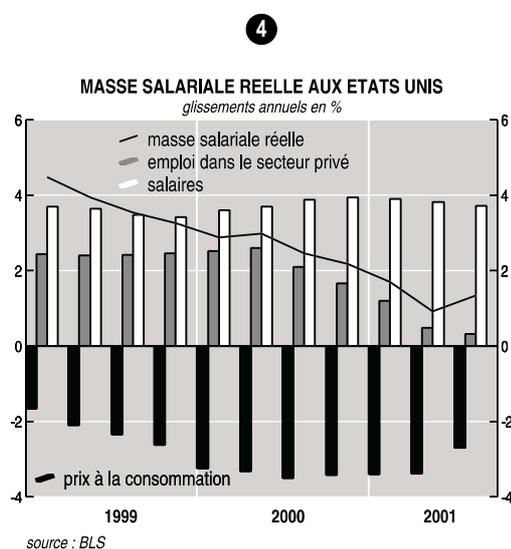
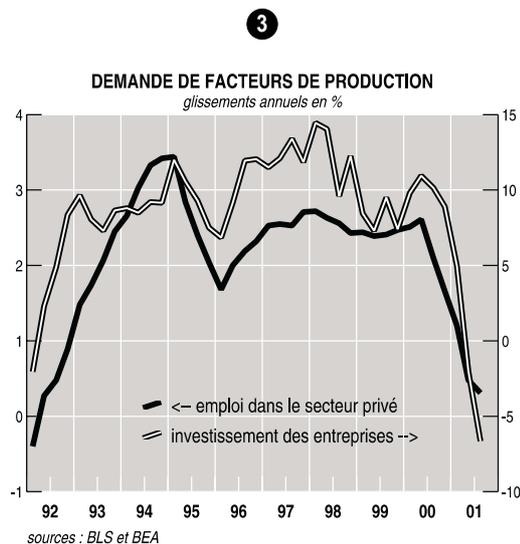
On peut ainsi considérer (cf. dossier, page 20) que le redressement du taux d'épargne de 1,3 point enregistré au troisième trimestre de 2001 s'explique en grande partie par la remontée de 1,5 point du chômage depuis l'hiver 2000/2001. L'augmentation supplémentaire de 1 point de taux de chômage d'ici le printemps prochain pourrait conduire à une nouvelle augmentation du taux d'épargne, venant amputer la consommation de 2% entre le quatrième trimestre 2001 et la-mi 2002.

De plus, un effet psychologique lié aux attentats du 11 septembre aux États-Unis, et aux attaques bio-terroristes laisse craindre un choc spécifique au quatrième trimestre de 2001. L'indice de confiance des consommateurs a reculé très fortement depuis les attentats, une chute comparable à celle qui avait été observée au cours de la guerre du golfe. Rappelons qu'entre la fin du troisième trimestre 1990 et la fin du premier trimestre de 1991, la consommation des ménages avait reculé de 1,3% ⁽¹⁾.

Au total, même si elles étaient votées, les baisses d'impôts en cours de discussion au congrès ⁽²⁾ ne suffiraient pas à enrayer le ralentissement de la consommation, dans un contexte de remontée de l'épargne de précaution. En outre, un dernier élément vient jouer défavorablement sur la consommation : la richesse financière des ménages américains a diminué depuis la correction boursière de mars 2000 et ce mouvement n'a été qu'en partie compensé par la bonne tenue du marché immobilier (environ 45% du total des actifs des ménages américains). Certes, le recul de la richesse totale sur l'année 2000 ne justifierait pas à proprement parler une remontée du taux d'épargne (cf. dossier, page 20), mais il signifie que la revalorisation du patrimoine, qui avait poussé à la baisse le taux d'épargne à la fin des années 90 et jusqu'en 2000, a terminé de faire sentir ses effets. Il contribue donc, lui aussi, au ralentissement de la consommation.

De son côté, la relative résistance de l'investissement logement enregistrée jusqu'à présent s'est adossée sur les effets bénéfiques des baisses de taux d'intérêt consenties depuis le début de l'année par la Réserve Fédérale. Dans ce contexte, l'achat d'un logement à crédit est demeuré très attractif. Cette dynamique est en partie auto-entretenu, car la pression de la demande, en faisant monter les prix de l'immobilier, maintient également à la hausse les anticipations de prix et renforce l'intérêt du placement dans la pierre.

(1) L'invasion du Koweït par les troupes irakiennes avait commencé le 2 août 1990; légitimée par la résolution 678 du conseil de sécurité de l'ONU, la guerre proprement dite avait commencé le 16 janvier et s'était terminée le 28 février 1991.
 (2) Il s'agit d'un plan de 100 milliards de dollars : sa répartition entre la baisse de l'impôt sur les sociétés (priorité des républicains) et la hausse des indemnités chômage et les baisses d'impôt sur le revenu (poussées par les démocrates) n'est pas encore décidée. Toutefois, la hausse de l'épargne de précaution se traduirait par un recul de 1,5 point de revenu, soit environ 100 milliards de dollars. Donc, à supposer que l'ensemble du plan de relance soit directement distribué aux consommateurs, il serait entièrement amorti par la hausse de l'épargne de précaution.



Toutefois, la demande globale devrait finir par être affectée par la dégradation de l'emploi. Déjà, l'investissement logement ne progresse plus que de 1,9% en rythme annuel au troisième trimestre contre 8,5% et 5,9% aux deux trimestres précédents. Le ralentissement des mises en chantier depuis le mois de juillet suggère que le retournement de l'activité dans ce secteur pourrait se concrétiser dans les trimestres à venir.

Au total, l'activité américaine devrait nettement reculer au quatrième trimestre de 2001, sous les effets conjugués du recul de l'investissement, d'une consommation très faible et d'un fort ralentissement de l'investissement résidentiel. Au premier semestre de 2002, l'investissement devrait peser moins lourdement sur la croissance, mais la consommation et l'investissement résidentiel continuer de ralentir. En dépit d'une progression encore soutenue du revenu des ménages grâce aux baisses d'impôts, la consommation serait atone, sous l'effet d'une forte remontée du taux d'épargne. Celle-ci s'expliquerait par la vive remontée du chômage, dans un contexte où l'effet richesse ne pousserait plus de son côté à la désépargne. La contribution du commerce extérieur à la croissance serait légèrement positive, car la demande intérieure serait plus déprimée aux États-Unis que chez certains de ses partenaires (zone euro, Royaume-Uni). Au total, le rythme annuel de croissance n'excéderait pas 0,5% au premier semestre de 2002.

Grande Bretagne : résistance d'une économie de service ?

Semblant faire fi du ralentissement économique mondial, l'économie britannique a progressé de 0,5% au troisième trimestre de 2001. C'est le dynamisme de la consommation des ménages qui a soutenu l'activité : celle-ci a progressé de 1,3% à l'été. En ligne avec la récession dans l'industrie, l'investissement a reculé de 3,1% ; l'extérieur, dans une économie plus exposée au marché américain que ses consœurs européennes, est venu ôter 0,1 point de croissance.

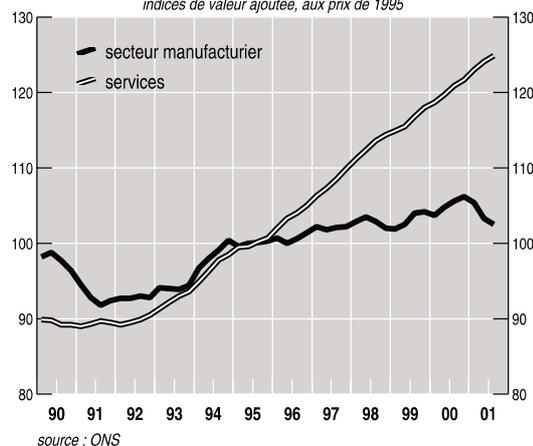
La dualité de l'économie britannique est remarquable. Sur la période récente, l'activité des services augmente régulièrement, progressant de près de 16% entre 1996 et 2000, alors que l'industrie ne croît que de 3% sur la même période. La raison de cette dualité est connue : la consommation des ménages britanniques est très dynamique, conservant un rythme annuel d'environ 4% depuis 1999, bien au-delà de la progression de leur revenu. Le marché de l'emploi est très tendu, puisque le chômage est à des niveaux historiquement bas, créant des tensions sur les salaires. Dans ces conditions, la politique monétaire est longtemps restée neutre, voire restrictive en dépit du fort ralentissement de la conjoncture dans l'industrie. Tous ces facteurs ont lourdement pesé sur les coûts de l'industrie, alors même que la force de la livre (elle-même en partie le résultat de la robustesse de l'activité globale) venait obérer ses

perspectives de débouchés. Ainsi, le dynamisme des services, en créant une situation d'inflation contenue, contribue indirectement à étouffer l'industrie britannique. De ce fait, l'industrie britannique a cessé de croître au quatrième trimestre de 2000, dès le début du retournement de l'activité économique mondiale.

C'est donc le secteur protégé du commerce mondial qui assure le socle de la croissance britannique depuis de nombreuses années et lui permet de poursuivre sa progression dans le contexte actuel. Toutefois, étant donnée la brutalité du ralentissement mondial, cette situation duale de l'économie britannique ne devrait pas pouvoir être longtemps tenable. Tout d'abord parce qu'elle n'est pas beaucoup moins dépendante de l'industrie que d'autres pays, l'économie française par exemple. Sur la base des données relatives à 1999, les services contribuent à hauteur de 70,9% du PIB britannique, contre 70,3% en France. Le secteur manufacturier produit quant à lui 19,2% du PIB au Royaume-Uni, soit un poids à peine moins important qu'en France (19,7%). En fait, la différence principale entre les deux économies est la répartition de l'activité dans le secteur primaire : l'agriculture britannique occupe une place

6

LA DUALITE DE L'ECONOMIE BRITANNIQUE
Indices de valeur ajoutée, aux prix de 1995



COMPOSITION DE LA PRODUCTION AU ROYAUME-UNI ET EN FRANCE EN 1999

(en % de la valeur ajoutée aux prix de 1995)

	Royaume-Uni	France
Agriculture	1,2	3,4
Extraction minière	2,2	0,2
Distribution d'eau et d'électricité	2,0	2,5
Secteur manufacturier et énergétique	19,2	19,7
Construction	5,2	4,3
Commerce	12,6	10,7
Transports, Télécoms	8,3	7,6
Finance, Assurance	5,4	4,4
Hôtels, Restaurants	3,2	2,6
Autres services	41,5	45,1
Total nouvelles technologies ⁽¹⁾	6,6	7,0

Sources : ONS, INSEE

(1) Nouvelles technologies : Services informatiques, Télécoms, fabrication de composants, d'instruments de mesure, d'appareils médicaux, de transmission, de réception et d'ordinateurs.

moins importante, au profit de l'extraction d'hydrocarbures. Or, la forte baisse du prix du pétrole à l'automne constitue une détérioration des termes de l'échange du Royaume-Uni, qui représente une baisse de revenu pour la nation britannique dans son ensemble. Sans réel impact à court terme, cette baisse se traduirait à moyen terme par un recul de l'investissement pour les entreprises du secteur et par une moindre consommation pour leurs salariés et leurs actionnaires (pour peu que ceux-ci soient britanniques).

Au sein même des services, les comparaisons de structures sont éclairantes dans le contexte actuel. Il est vrai que la part des services protégés des aléas de la conjoncture mondiale est importante : les poids des hôtels et restaurants et du commerce de détail sont plus importants outre Manche. Les nouvelles technologies, secteur au cœur du retournement conjoncturel mondial actuel, ne pèsent pas plus lourd qu'en France. A l'opposé, les secteurs des transports (dont les transports aériens⁽³⁾) et de la finance y sont plus importants. Or, ces secteurs sont

particulièrement exposés au contexte international : le transport aérien est très affecté par les répercussions des attentats du 11 septembre, alors que le rythme des fusions-acquisitions, qui constituent une partie importante de l'activité bancaire, s'est considérablement réduit depuis le retournement boursier du printemps 2000. Au deuxième trimestre de 2001, la valeur de telles opérations impliquant des entreprises anglaises s'est établi à 24 Mds de livres, contre 164 Mds un an plus tôt. Bien que cet indicateur ne soit qu'une mesure très indirecte de l'activité du secteur financier britannique (qui peut aussi traiter des restructurations n'impliquant pas d'entreprise anglaise), il traduit le coup d'arrêt enregistré.

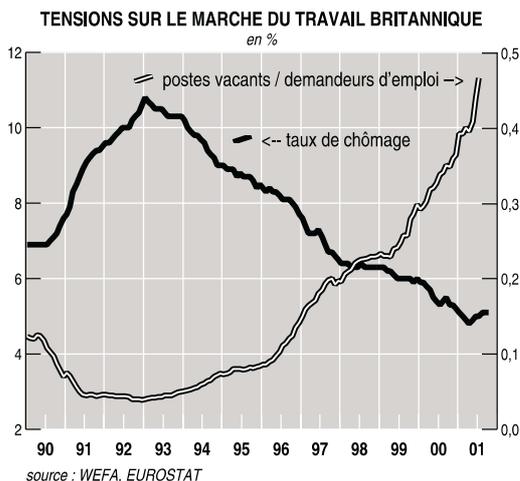
Dans ces conditions, la résistance de l'économie britannique repose plus que jamais sur le dynamisme de la consommation. Déjà, la politique budgétaire a pris un tour très accommodant depuis le début de 2001 : la consommation publique progresse depuis le premier trimestre sur une pente annuelle de 3,5%. La consommation des ménages reste pour sa part bien orientée. Au mois d'octobre, le glissement annuel des ventes de détail s'établit en volume à plus de 6%.

Elément favorable au dynamisme de la consommation, les ménages britanniques ne devraient pas ressentir le besoin d'augmenter leur épargne dans le court terme, le risque de chômage demeurant faible. Compte tenu des créations d'emploi, le chômage ne se redresse que très légèrement, pour s'établir à 5,1%⁽⁴⁾ au mois d'octobre 2001. Signe un peu plus inquiétant, après plusieurs années de fort dynamisme, le marché immobilier pourrait se modérer quelque peu ; les hausses des prix immobiliers cesseraient donc d'enrichir les ménages britanniques.

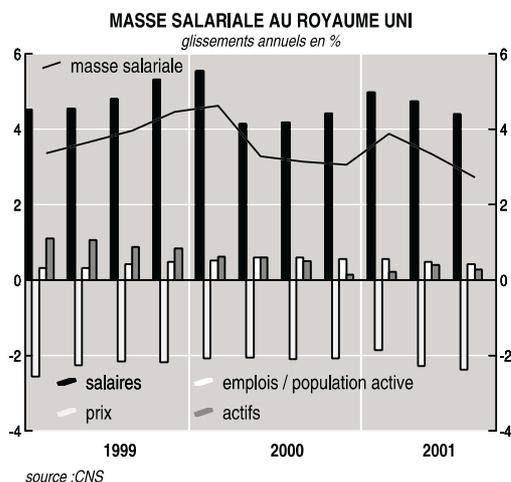
Cependant, même sous l'hypothèse d'une stabilité du taux d'épargne, la consommation devrait ralentir. Jusqu'à l'été 2001, le dynamisme de la consommation s'est en effet nourri de la très régulière progression de la masse salariale réelle, sur un rythme d'environ 3%. Mais déjà, le marché du travail semble avoir touché un seuil de résistance : les créations d'emplois sont en léger ralentissement depuis l'hiver 2000-2001. La progression des salaires réels est encore très forte (2-2,5% en rythme annuel), mais étant donnée la quasi-stagnation de la productivité, elle devrait s'infléchir quelque peu.

Au total, l'économie britannique pourrait encore compter sur la relative résistance d'une boucle consommation-services, bien que certains de ses secteurs, même dans les services, soient particulièrement exposés au contexte international (secteur pétrolier, transport aérien, finance). Le PIB britannique ralentirait, mais poursuivrait sa progression sur un rythme annuel de l'ordre de 1,5% au premier semestre de 2002.

7



8



(3) le poids des transports aériens est de 0,7 point de PIB outre Manche contre 0,5 en France.

(4) Au sens du BIT. Le taux officiel est de 3,1%.

Le Japon dans la déflation

Le Japon a sombré à nouveau dans la récession dès le deuxième trimestre de 2001 : à l'été, l'activité a à nouveau reculé de 0,5%, sous l'effet d'un recul brutal de la consommation et de la poursuite du déclin des exportations. Marqué par une faiblesse endémique de la demande, conjuguée à la présence de forts excédents de capacité, le Japon ne parvient toujours pas à sortir de la déflation.

Le système financier japonais ne semble plus en mesure de canaliser l'épargne vers l'investissement. Les banques sont en effet à cours de fonds propres, parce qu'elles consacrent l'essentiel de leur résultat d'exploitation à provisionner les créances douteuses. Il en résulte une incapacité du secteur bancaire à transformer les liquidités consenties par la banque centrale en crédits à la consommation ou à l'investissement. De plus, les résultats de nombreuses banques sont si dégradés qu'elles ne peuvent réaliser les provisions nécessaires et se voient contraintes de reconduire les créances douteuses en prêtant de nouveau, afin de ne pas les faire apparaître comme telles. Cette situation perpétue l'existence d'entreprises au bord de la faillite, et empêche la réallocation des moyens de production vers les éléments les plus productifs de l'économie.

De plus, les difficultés conjoncturelles se muent en problèmes structurels. La mauvaise santé des banques est amplifiée par la récession car la faiblesse actuelle de l'économie pèse sur leurs actifs. Les créances douteuses continuent de s'accumuler et les actifs hors créances (participations, immeubles) perdent de la valeur à mesure que le pays s'enfonce dans la déflation.

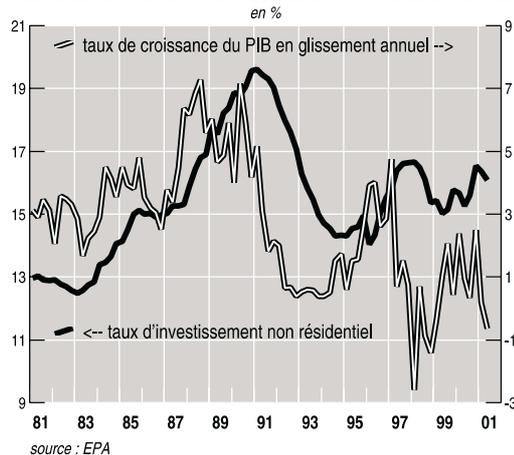
La faiblesse du secteur financier est un obstacle au développement des secteurs en croissance. Elle n'explique toutefois pas la mauvaise santé des secteurs traditionnels. Dans le secteur manufacturier, ceux-ci souffrent pour partie de la force du yen, qui obère leur compétitivité à l'exportation. Ce phénomène étant en partie lié au vieillissement de la population, il a peu de chance de s'inverser dans le court terme en l'absence de signal fort des autorités politique et monétaire.

De plus, les secteurs traditionnels souffrent de capacités de production excédentaires, qui proviennent du surinvestissement de la décennie passée : sur la seconde moitié des années 1990, le taux d'investissement des entreprises s'est établi autour de 15-17%, alors même que la valeur ajoutée ne progressait que de 1% en moyenne annuelle. De son côté, la consommation des ménages est faible. Elle est affectée par la dégradation très rapide du marché de l'emploi, qui non seulement freine les revenus, mais induit des comportements d'épargne de précaution. De fait, le taux d'épargne⁽⁵⁾ se redresse sensiblement depuis 1999.

Au total, le PIB japonais reculerait à un rythme annualisé d'environ -2% au deuxième semestre de 2001. Au premier semestre de 2002, l'activité devrait continuer de reculer sur une pente annuelle de l'ordre de -1%.

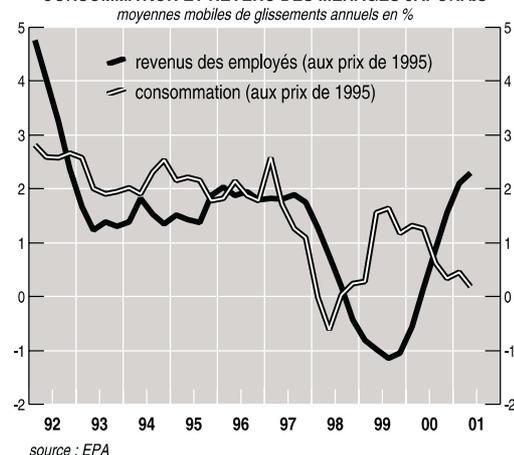
9

INVESTISSEMENT ET DEBOUCHES DES ENTREPRISES JAPONAISES



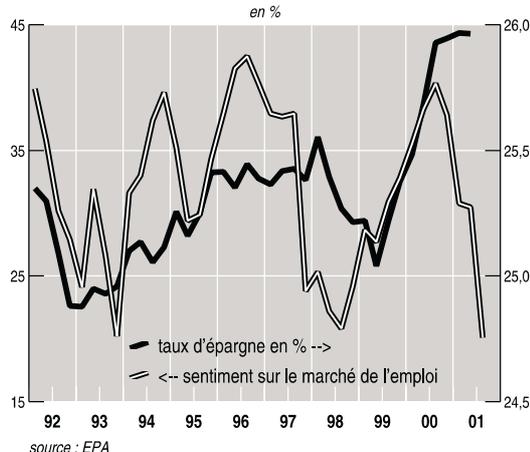
10

CONSOMMATION ET REVENU DES MENAGES JAPONAIS



11

TAUX D'EPARGNE ET CONFIANCE DES CONSOMMATEURS JAPONAIS



(5) Calculé comme le complément du ratio de la consommation des ménages sur les revenus d'activité des salariés, car l'EPA ne publie plus depuis 1997 de série de revenu disponible des ménages.

Les zones émergentes dans la tourmente

Le retournement conjoncturel, qui avait pris sa source dans la chute brutale de l'investissement en nouvelles technologies aux États-Unis, a particulièrement frappé l'Asie. Les entreprises supportent l'essentiel du choc, l'investissement baissant très fortement, mais la consommation des ménages résiste. En revanche, les déséquilibres financiers qui avaient donné naissance à la crise monétaire de 1997-1998 sont pour l'heure écartés : les importations se sont davantage repliées que les exportations, si bien que, malgré une nette détérioration des termes de l'échange, les balances courantes de ces pays seraient moins dégradées qu'en 1997. Les pays spécialisés dans la production de composants et d'ordinateurs sont les plus durement touchés : Hongkong, Singapour, la Malaisie et Taiwan sont d'ores et déjà en récession. Pour l'heure, l'économie coréenne résiste mieux. Au troisième trimestre, celle-ci progresse encore de 1,8% en glissement annuel. Elle bénéficie du soutien de la consommation des ménages dans un contexte où le marché de l'emploi reste solide. La Thaïlande et l'Indonésie, pays plus agricoles, bénéficient cette année de bonnes récoltes. Toutefois, la forte baisse du prix du pétrole enregistrée cet automne pourrait obérer le fragile redressement indonésien. Enfin, la Chine est une économie relativement fermée et peu spécialisée dans la production de hautes technologies. Le dynamisme des dépenses publiques, qui vise à soutenir un marché de l'emploi défaillant, devrait lui permettre de maintenir un taux de croissance élevé de l'ordre de 6% en 2002.

Très dépendant de l'économie américaine, le Mexique est le premier pays à être entré en récession⁽⁶⁾ : son PIB recule sans discontinuer depuis le quatrième trimestre de 2000. L'investissement a très fortement baissé et la consommation des ménages demeure atone. Sur le plan financier, la situation semble maîtrisée : le déficit public demeure contenu. Le peso ne fait pas l'objet de velléités d'attaques spéculatives, car son système d'ancrage glissant au dollar a permis une maîtrise de l'inflation, sans obérer la compétitivité de l'économie mexicaine. Une telle situation permet à la banque centrale de maintenir des taux d'intérêts relativement modérés. Bien qu'une

reprise autonome de l'économie mexicaine soit exclue, les conditions pour une reprise importée des États-Unis sont en place.

Toutefois, la situation mexicaine est atypique en Amérique latine, où la conjoncture est dominée par le risque financier. L'Argentine aborde sa quatrième année de récession. Le spectre de la faillite de l'État empêche la politique économique de fournir le stimulus nécessaire. En effet, la dette argentine est composée pour 70% de créances en dollar. Ainsi, une dévaluation du peso, susceptible de redonner de l'oxygène à la compétitivité argentine, notamment par rapport au Brésil, accroîtrait dans le même temps la charge de remboursement de l'État (à titre d'exemple, la dette publique s'établissant aux alentours de 45% du PIB, une dévaluation de 20% la ferait progresser à 60% du PIB). De plus, la maturité moyenne de la dette publique s'est dangereusement raccourcie et les conflits entre l'État Fédéral et les provinces ont longtemps retardé la nécessaire restructuration de la dette. À l'été, les banques argentines ont été contraintes à la renégociation. La renégociation de la dette obligataire (70% du total) sera certainement plus difficile à mettre en œuvre. De son côté, le Brésil, première économie de la zone, semble peu à peu contaminé par la situation argentine : 60% de sa dette est en dollars, l'ensemble équivaut à environ 2 fois la dette argentine et est à maturité très courte (7 mois en moyenne). De ce fait, le taux de change flottant du real, qui a tendance à se déprécier, fait planer un double risque d'inflation et d'alourdissement de la dette extérieure.

L'activité des pays d'Europe centrale et orientale décélère sous l'impact du ralentissement de la zone euro. Elle résiste toutefois grâce à la demande intérieure. C'est tout particulièrement le cas en Russie, où la hausse du prix du pétrole et son maintien à des niveaux élevés au premier semestre de 2001 ont provoqué une évolution favorable des termes de l'échange pour ce pays exportateur, qui s'est ensuite transmis à la consommation et surtout à l'investissement (en particulier dans le secteur minier). Le repli du prix du baril pourrait induire à l'inverse un ralentissement à l'horizon de l'an prochain. ■

(6) Les exportations à destination des États-Unis constituaient en 1997 près de 30% du PIB mexicain.

Conjoncture dans la zone euro

La conjoncture dans la zone euro poursuit en l'accentuant le mouvement de ralentissement qui se dessinait en début d'année. Au second semestre de 2001, la croissance serait étale, ce qui porterait à +1,5% sa progression en moyenne annuelle, après +3,4% en 2000. Encore proche de la stagnation au début de l'an prochain, l'activité se redresserait quelque peu au printemps.

Le ralentissement de 2001 a été déclenché par un recul des flux d'exportations doublé d'un comportement d'investissement très restrictif et un important déstockage de la part des entreprises. Au premier semestre de 2002, l'environnement international demeurerait peu porteur. La demande intérieure

pâtirait toujours de la faiblesse de l'investissement, mais le déstockage qui a largement pesé sur la croissance en 2001 devrait prendre fin.

De son côté, au début de 2002, la consommation privée croîtrait sur un rythme annualisé proche de +1½%, en légère inflexion par rapport à 2001. Malgré la dégradation du marché du travail, les baisses d'impôt qui ont eu lieu dans plusieurs pays de la zone ont en effet permis une augmentation sensible du pouvoir d'achat des ménages en 2001. Au premier semestre de 2002, le pouvoir d'achat ralentirait certes sous le coup de la décélération de la masse salariale, mais ce mouvement serait atténué par la désinflation.

PRÉVISIONS POUR LA ZONE EURO

(variations annuelles et trimestrielles en %)

	Variations annuelles			Variations trimestrielles										
	1999	2000	2001	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.	
PIB														
Taux de croissance	1,6	3,4	1,5	0,9	0,9	0,5	0,6	0,5	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,3	
Glissement annuel	-	-	-	3,6	3,9	3,2	2,8	2,5	1,7	1,3	0,6	0,2	0,4	
IMPORTATIONS														
Taux de croissance	4,2	10,7	1,5	2,1	3,2	2,8	2,1	-1,4	0,3	-1,9	-0,2	-0,2	0,4	
Glissement annuel	-	-	-	9,5	10,9	11,5	10,6	6,8	3,9	-0,9	-3,1	-2,0	-1,9	
CONSOMMATION DES MÉNAGES														
Taux de croissance	1,5	2,6	1,9	0,8	0,8	0,2	0,2	0,8	0,5	0,2	0,4	0,4	0,3	
Contribution	0,9	1,5	1,1	0,4	0,4	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	
Glissement annuel	-	-	-	2,6	3,3	2,5	1,9	2,0	1,7	1,8	2,0	1,6	1,4	
FBCF														
Taux de croissance	2,9	4,4	-0,6	1,5	0,7	1,0	-0,4	-0,3	-0,5	-0,3	-0,6	-0,5	-0,2	
Contribution	0,6	0,9	-0,1	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	
Glissement annuel	-	-	-	5,5	4,9	4,2	2,9	1,0	-0,2	-1,4	-1,7	-1,9	-1,6	
EXPORTATIONS														
Taux de croissance	4,0	11,9	3,3	2,8	2,8	3,5	2,4	-0,2	-0,2	-0,6	-1,2	-0,3	0,3	
Glissement annuel	-	-	-	11,6	11,7	12,3	12,0	8,8	5,6	1,4	-2,1	-2,3	-1,8	
DEMANDE INTÉRIEURE HORS STOCKS														
Taux de croissance	1,8	2,8	1,3	0,9	0,7	0,3	0,2	0,5	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	
Contribution	1,7	2,8	1,3	0,8	0,7	0,3	0,2	0,5	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	
Glissement annuel	-	-	-	3,1	3,5	2,7	2,1	1,8	1,3	1,1	1,1	0,8	0,8	
ÉCHANGES EXTÉRIEURS														
Contribution	0,0	0,6	0,7	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,4	-0,2	0,5	-0,4	0,0	0,0	
STOCKS														
Contribution	-0,2	0,1	-0,5	-0,2	0,2	-0,2	0,3	-0,4	0,0	-0,5	0,1	-0,1	0,1	

■ Prévision Insee

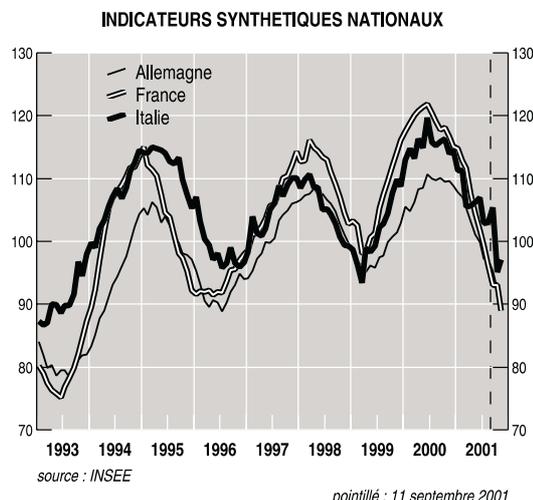
Ajustement brutal et rapide des anticipations des entreprises dès le début de 2001

L'industrie européenne est entrée en récession au début de 2001. Pour le troisième trimestre consécutif, l'indice de la production industrielle recule à l'été (-0,3%).

Alors que la dégradation du climat semblait s'atténuer à l'été, sa détérioration est marquée depuis septembre, réduisant les espoirs d'une stabilisation rapide de la conjoncture industrielle dans la zone euro. L'indicateur synthétique zone euro calculé par l'Insee, après un palier à la fin de l'été, s'est fortement replié depuis les événements du 11 septembre. En l'espace de trois mois, il est passé au-dessous du niveau atteint lors du creux de 1996, en demeurant toutefois au-dessus du niveau atteint lors de la récession de 1993.

La dégradation de l'environnement international au premier semestre de 2001 a entraîné un violent coup de frein sur les exportations. Celles-ci sont passées d'un rythme annuel très dynamique, de +12% en rythme annualisé tout au long de 2000, à moins de

zéro au premier semestre de 2001. Au deuxième semestre, la récession en cours aux États-Unis, au Japon, ainsi que dans beaucoup de pays émergents, aurait encore accentué le repli de la demande adressée à la zone. Dans la plupart des pays de l'Union monétaire, le jugement des entrepreneurs sur la demande étrangère enregistre au quatrième trimestre de 2001 son point le plus bas depuis 1993.



PIB DES PRINCIPAUX PAYS DE LA ZONE EURO AUTRES QUE LA FRANCE

(variations annuelles et trimestrielles en %)

Variations annuelles			Variations trimestrielles							
2000	2001		2000		2001		2002			
			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										
3,0	0,7	PIB	0,1	0,2	0,4	0,0	-0,1	-0,3	0,0	0,3
10,2	1,8	Importations	2,8	5,1	-3,9	1,2	-2,2	0,4	0,6	0,9
1,6	1,5	Consommation des ménages	-0,3	-0,4	1,2	0,8	-0,2	0,1	0,3	0,8
1,4	1,2	Consommation publique	-0,4	0,9	1,1	0,0	-0,6	0,7	0,4	0,4
2,4	-3,8	FBCF totale	1,0	-1,0	-2,1	-1,5	-0,7	-0,8	-0,4	0,1
13,2	5,3	Exportations	3,4	3,4	-0,4	0,8	1,1	-1,2	0,1	0,3
1,7	0,2	Contributions ⁽¹⁾ : Demande intérieure hors stocks	0,0	-0,3	0,4	0,1	-0,4	0,0	0,2	0,5
0,3	-0,7	Variations de stocks	-0,1	0,9	-1,2	0,0	-0,8	0,3	0,0	0,0
1,0	1,2	Commerce extérieur	0,2	-0,5	1,2	-0,1	1,1	-0,5	-0,2	-0,2
ITALIE										
2,9	1,9	PIB	0,4	0,8	0,8	0,0	0,2	0,0	0,2	0,4
9,1	3,9	Importations	1,6	0,0	2,0	-0,1	-0,2	-0,5	0,1	0,3
3,3	1,6	Consommation des ménages	0,4	0,5	0,2	0,6	0,4	0,1	0,4	0,5
1,7	1,2	Consommation publique	0,3	0,3	0,0	0,1	0,9	0,7	0,3	0,3
6,1	1,7	FBCF totale	0,9	-0,1	0,8	-0,3	0,7	0,3	0,6	0,7
10,4	5,3	Exportations	7,7	1,5	1,8	-1,3	-1,6	-1,2	-0,8	-0,3
3,5	1,6	Contributions ⁽¹⁾ : Demande intérieure hors stocks	0,5	0,3	0,3	0,3	0,6	0,2	0,4	0,5
-1,0	-0,1	Variations de stocks	-1,7	0,1	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
0,3	0,4	Commerce extérieur	1,6	0,4	0,0	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2
ESPAGNE										
4,1	2,6	PIB	0,5	1,0	0,8	0,5	0,2	0,2	0,4	0,6
9,8	5,0	Importations	2,5	0,1	0,7	1,8	1,4	0,8	0,9	1,0
4,0	2,7	Consommation des ménages	-0,6	1,2	1,2	0,4	0,4	0,2	0,4	0,5
4,0	2,0	Consommation publique	0,2	0,8	0,1	0,6	0,6	0,7	0,6	0,5
5,7	4,0	FBCF totale	2,7	-3,2	1,9	3,1	1,4	0,6	0,9	1,0
9,6	4,4	Exportations	1,9	4,1	-0,7	-0,1	-0,1	0,1	0,6	0,8
4,5	2,9	Contributions ⁽¹⁾ : Demande intérieure hors stocks	0,3	0,1	1,1	1,1	0,7	0,4	0,6	0,7
-0,1	0,0	Variations de stocks	0,4	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
-0,2	-0,3	Commerce extérieur	-0,2	1,2	-0,4	-0,6	-0,5	-0,2	-0,1	-0,1

Prévision

(1) Il est possible, pour des raisons statistiques, que la somme des contributions ne corresponde pas exactement à la variation du PIB à une date donnée.

Source : Direction de la prévision, données arrêtées au 7 décembre 2001.

Avant même le repli des exportations, l'investissement des entreprises s'était nettement infléchi au second semestre de 2000. Il était affecté par la révision des profits attendus de l'essor des nouvelles technologies et par le ralentissement de la demande des ménages induit par l'impact du prélèvement pétrolier. Toutefois, ce mouvement s'est accentué au premier semestre de 2001, alors même que la consommation tendait à réaccélérer.

En fait, l'investissement des entreprises européennes a réagi en 2001 de façon à la fois très rapide et très marquée à la détérioration du contexte international. Le retournement de la conjoncture mondiale aura contaminé les anticipations des entrepreneurs, malgré le mouvement de consolidation enregistré dans le même temps sur la consommation européenne, à mesure que les effets du prélèvement pétrolier se dissipent.

En particulier, en Allemagne, l'investissement commence à reculer au quatrième trimestre de 2000, dans un contexte où les exportations sont encore dynamiques. Après avoir progressé de près de 10% en moyenne annuelle en 2000, il s'établit sur des pentes

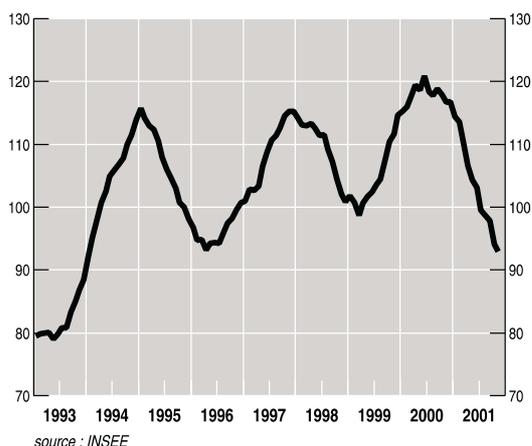
negatives, proches de -6% en glissement au troisième trimestre de 2001. L'évolution récente des commandes domestiques en biens d'équipement, dont l'acquis de croissance en octobre 2001 pour le quatrième trimestre s'établit à -4,5%, ne suggère aucune reprise.

Au second semestre de 2001, le recul de l'investissement dans la zone s'accroîtrait encore, sur une pente de -2% en rythme annualisé. Il souffrirait particulièrement du climat d'incertitude qui a suivi les événements du 11 septembre.

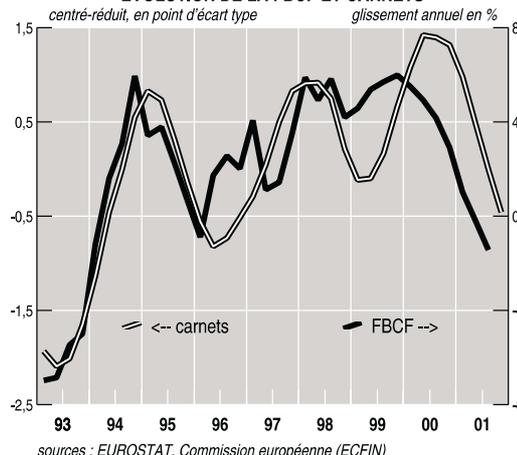
La brutale dégradation du sentiment des entrepreneurs s'est également accompagnée d'un fort mouvement de déstockage. Amorcé dès le premier trimestre, le déstockage apparaît encore fort à l'automne. En moyenne sur 2001, il pèserait sur la croissance de la zone euro à hauteur de 0,5 point de PIB.

Reflets de ce fort repli de la demande des entreprises, les flux d'importations (y compris commerce intra-zone) ont fortement reculé dès le début de 2001. Leur glissement annuel serait de l'ordre de -3% en fin d'année, contre +10,6% un an plus tôt.

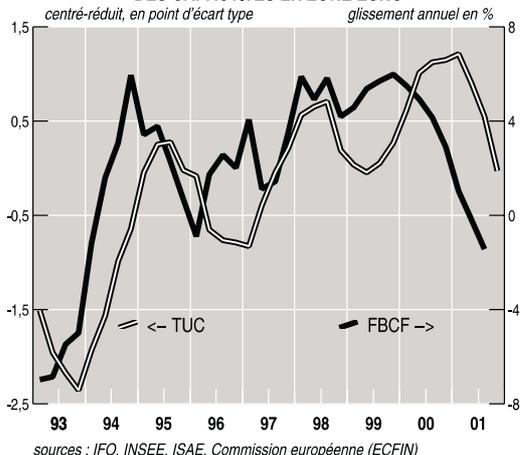
INDICATEUR SYNTHETIQUE DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIERE EN ZONE EURO



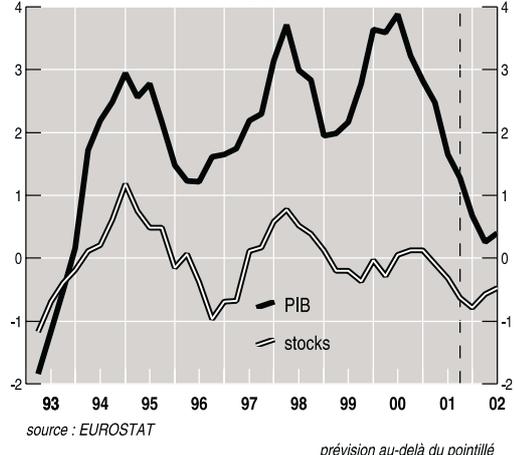
EVOLUTION DE LA FBCF ET CARNETS



EVOLUTION DE LA FBCF ET TAUX D'UTILISATION DES CAPACITES EN ZONE EURO



CONTRIBUTION DES STOCKS AU GLISSEMENT ANNUEL DU PIB



Premier semestre de 2002 : pas de reprise de l'investissement, fin du déstockage

A l'heure actuelle, rien ne permet de prévoir un véritable retournement de conjoncture avant le printemps 2002. Les anticipations des industriels de la zone euro sont en forte chute, tant en ce qui concerne la demande que la production. Les exportations reculeraient encore fortement au quatrième trimestre. Elles pourraient être un peu moins défavorables par la suite, dans la mesure où le commerce mondial, sans pour autant redémarrer, toucherait un point bas à l'hiver.

Le pessimisme actuellement exprimé par les chefs d'entreprises dans les enquêtes de conjoncture suggère une faiblesse persistante de l'investissement au cours du premier semestre, sur une pente annualisée de $-1\frac{1}{2}\%$. Les baisses de taux d'intérêt consenties par la BCE auraient peu d'incidence sur les plans d'investissement des entreprises. Elles pourraient en revanche faciliter son rebond dès lors que les anticipations se seront améliorées.

A l'inverse, l'arrêt du déstockage pourrait quelque peu amortir la faiblesse de la demande des entreprises au premier semestre de 2002. Les cycles de stocks sont en effet généralement concentrés sur des périodes de quelques trimestres. Déjà, il est probable que le mouvement très fort de déstockage au premier semestre de 2001 aurait pu être suivi d'un léger mieux au second, si les événements du 11 septembre ne l'avaient différé.

Relative résistance de la consommation privée

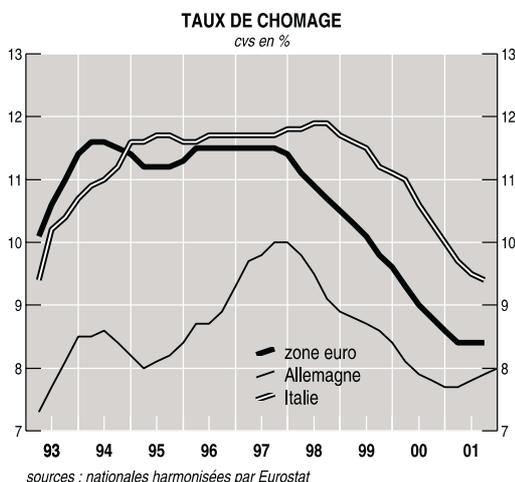
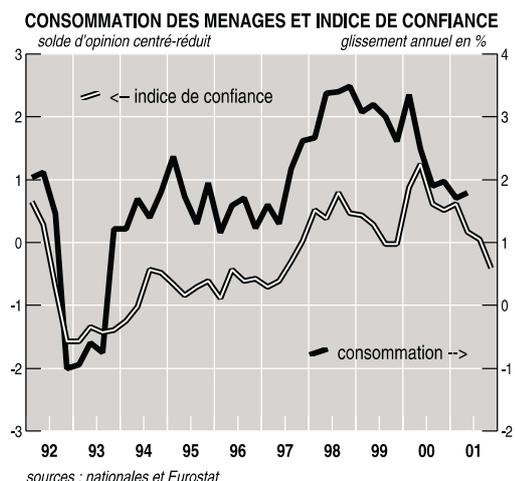
La consommation privée devrait poursuivre sa course sur une pente de 2% jusqu'à la fin de 2001, puis s'infléchir sur un rythme de l'ordre de 1,5% à l'horizon de la prévision. En effet, conformément au cycle de productivité, le marché du travail a commencé de s'ajuster au ralentissement de l'activité au cours de cette année et ce mouvement se prolongerait au premier semestre de 2002. De plus, les réductions d'impôt, qui ont soutenu le dynamisme du revenu des ménages en 2001, seraient moins importantes en 2002. Toutefois, le mouvement de désinflation, en particulier dans l'énergie, atténuerait les effets du ralentissement du revenu nominal.

Le taux de chômage pour la zone euro a continué de décroître sur le rythme lent adopté depuis l'hiver 2000. Il s'établit à 8,3% au troisième trimestre. Toutefois, en France et en Allemagne, ce mouvement de décroissance s'est inversé depuis juillet. En Espagne, le taux de chômage continuerait de baisser au second semestre. Avec la poursuite de la décélération de l'emploi, le taux de chômage de la zone euro pourrait s'inscrire en légère hausse au premier semestre de 2002, pour atteindre environ 8,5% de la population active en juin.

En effet, le ralentissement de la croissance du PIB a commencé à mordre sur le dynamisme du marché de l'emploi. Toutefois, l'emploi progresse encore sur des rythmes de +2% à la mi-2001. Cette situation d'ensemble masque de fortes disparités nationales. En Allemagne, le marché de l'emploi est notablement plus déprimé que dans les autres économies de la zone. Ainsi, la progression de l'emploi total s'infléchit à partir du troisième trimestre de 2000 et il baisse continûment quoique faiblement depuis février dernier (pente annualisée de $-\frac{1}{4}\%$). En France et en Italie, l'emploi résiste mieux : il a décéléré de façon plus modérée et uniquement à partir du printemps. En Espagne, bien qu'il soit plus dynamique, il ralentit sensiblement, en passant en dessous de +2,5% en glissement annuel pour la première fois depuis 1996.

La masse salariale réelle a progressé sur un rythme annuel proche de 2% au premier semestre de 2001 et elle devrait conserver une pente comparable, le mouvement de désinflation venant presque compenser le ralentissement de l'emploi.

Par ailleurs, les réductions d'impôts mises en œuvre dans la plupart des grandes économies de la zone en 2001 (Allemagne, France, Italie), sont venues soute-



LES ANTICIPATIONS DES AGENTS ÉCONOMIQUES DES DIFFÉRENTS PAYS DE LA ZONE EURO SE DÉGRADENT-ELLES SELON DES RYTHMES DIFFÉRENTS ?

Après plus d'un an de progression pour atteindre des niveaux souvent historiquement élevés, les enquêtes de conjoncture des économies de la zone euro ont commencé à se détériorer à la mi-2000, de façon très modérée pendant un peu plus de 6 mois, puis de façon plus accentuée depuis le début du printemps 2001. Ces dégradations suggèrent-elles que certaines conjonctures-pays de la zone euro ont plus souffert que d'autres depuis le début du ralentissement ?

Par ailleurs, les conjonctures nationales ont-elles réagi différemment depuis les événements du 11 septembre ?

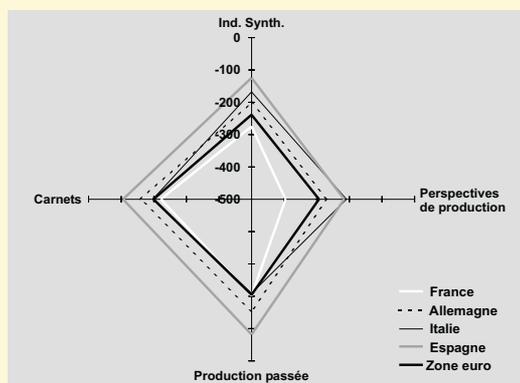
Du point de vue de la conjoncture industrielle, les enquêtes des principales économies de la zone euro évoluent largement en phase depuis le début du ralentissement. Des différences sont néanmoins observables. Les enquêtes françaises semblent ainsi avoir enregistré une détérioration relativement plus importante que celles des autres principales économies de la zone, en particulier sur le solde « perspectives personnelles de production ». Cependant, cette différence tient principalement au fait que les soldes d'opinion français partaient d'un niveau plus élevé. La relative dispersion des enquêtes nationales qui prévalait entre mi-99 et le début de 2001 s'est donc plutôt atténuée.

La seule exception notable demeure l'Espagne, dont les enquêtes résistent mieux au ralentissement général. La croissance y étant plus dynamique que dans l'ensemble de la zone euro depuis la mi-1994, notamment par un effet structurel de rattrapage, la relative bonne tenue des enquêtes espagnoles paraît naturelle.

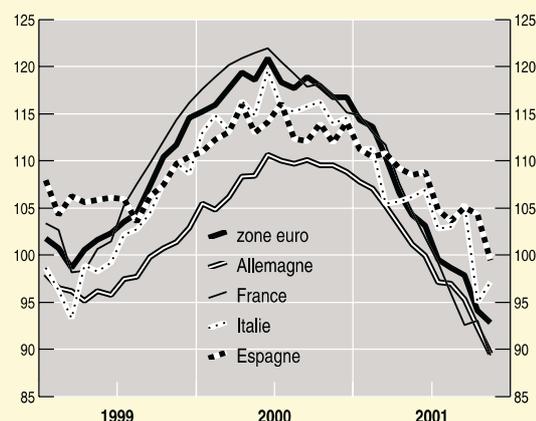
Les enquêtes suggèrent-elles par ailleurs des réactions différentes selon les pays après le choc constitué par les événements du 11 septembre ?

En fait, les dégradations enregistrées par les enquêtes depuis lors apparaissent extrêmement proches. La seule exception notable est la relative bonne tenue de l'indicateur de confiance des ménages français. Ainsi, malgré son repli depuis le début de l'année, celui-ci continue à se distinguer nettement du sentiment des ménages des autres pays de la zone euro. ■

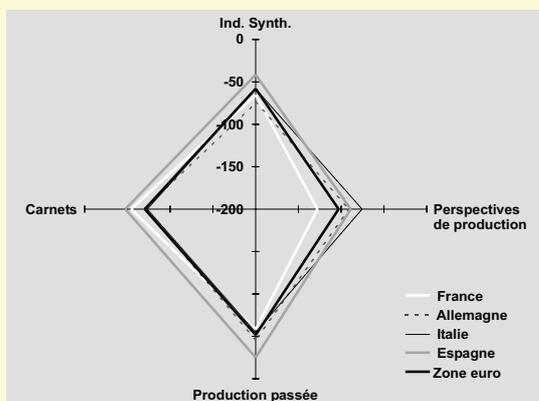
**VARIATION DE DIVERS SOLDES D'ENQUÊTES DEPUIS 1 AN
(NOVEMBRE 2000)**
en points d'écart-type



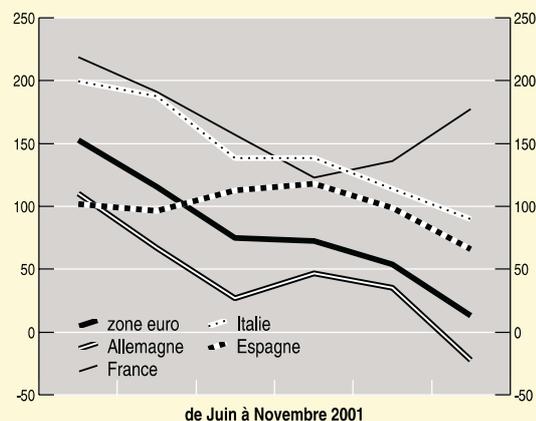
ÉVOLUTION DES INDICATEURS SYNTHÉTIQUES INSEE

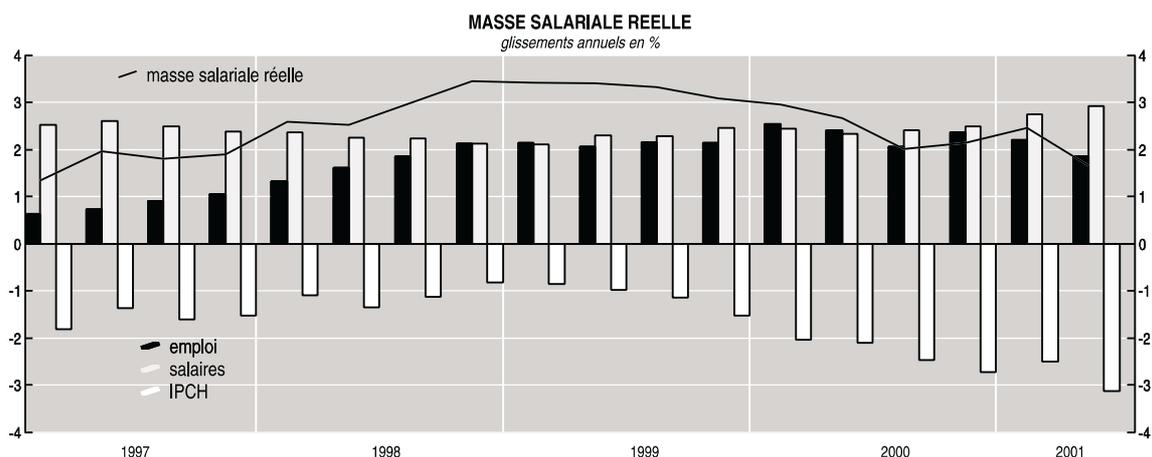


**VARIATION DE DIFFÉRENTS SOLDES D'ENQUÊTES
DEPUIS AOÛT**
en points d'écart-type



INDICATEUR DE CONFIANCE DES MÉNAGES





nir le revenu et la consommation privée. La première vague de baisse d'impôt ayant eu lieu dès l'automne 2000 en France, la consommation y a rebondi dès le début de 2001. En Allemagne et en Italie, les baisses d'impôt sont intervenues au premier trimestre et ont sans doute fait sentir leurs effets plutôt au printemps⁽¹⁾. En début 2002, les baisses d'impôts se poursuivraient, mais seraient moins importantes que celles qui avaient été consenties en 2001. Elles s'établiraient à 0,2 point de revenu en Allemagne et 0,6 en Italie, contre environ 1 point dans les deux pays en 2001.

Au total, la consommation privée conserverait en fin d'année un glissement annuel proche de 2%. Au premier semestre de 2002, dans un contexte de décéléra-

tion du revenu nominal, elle conserverait quelque solidité grâce au mouvement de désinflation (1,6% en juin 2002 contre +2,0% en décembre 2001), et s'établirait sur une pente de 1½%. ■

(1) Certes, les derniers comptes de la zone euro font apparaître un rebond marqué de la consommation des ménages dès le début de l'année (+0,8%). Mais ce chiffre résulte pour 0,3 point des révisions intervenues dans les comptes nationaux allemands : l'estimation de la croissance de la consommation allemande au premier trimestre de 2001 est passée de 0,1% à 1,2%. Cette révision à la hausse du taux de croissance au premier trimestre provient en grande partie d'une révision à la baisse du niveau de consommation en 2000. Il semble que l'accélération de la consommation allemande date plutôt du printemps dernier.

Prix à la consommation au sein de la zone euro

Après avoir atteint un point haut à +3,4% en mai 2001, l'inflation de la zone euro s'est rapidement repliée jusqu'à +2,4% en octobre 2001. Dans le même temps, l'inflation sous-jacente, qui s'établissait à +1,7% en début d'année 2001, a continué de se redresser pour atteindre +2,3% en octobre 2001.

Les prix alimentaires ayant cessé d'accélérer, l'inflation se replie au second semestre de 2001 au gré de la baisse du glissement annuel des prix de l'énergie, qui devrait se poursuivre jusqu'à l'été prochain. L'infléchissement de la croissance des coûts salariaux de la zone euro observé en cette fin d'année et la faiblesse de la conjoncture industrielle devraient favoriser une stabilisation de l'inflation sous-jacente durant l'hiver et son recul à partir du printemps 2002.

Au-delà d'un profil un peu heurté en début d'année (sous l'effet de la sortie du calcul du glissement annuel des prix des baisses enregistrées sur l'énergie au premier trimestre de 2001), l'inflation de la zone euro devrait continuer de diminuer au premier semestre de 2002, d'autant que les effets du renchérissement des prix alimentaires observé au printemps 2001 disparaîtraient progressivement. Sous les hypothèses d'une stabilisation du prix du baril autour de 20\$/bl et d'un taux de change à 0,90\$ pour 1 euro, l'inflation de la zone euro s'établirait à +1,6% en juin 2002.

Des prix de l'alimentation et des services encore dynamiques au second semestre de 2001

Sous l'effet du dynamisme des prix alimentaires et de nouvelles hausses des prix du pétrole, l'inflation a progressé au printemps 2001, culminant à +3,4% en mai, puis s'est lentement repliée à l'été. Le glissement annuel de l'indice des prix s'établit à +2,4% en octobre 2001 contre +2,7% un an plus tôt, soit un repli de 0,3 point sur douze mois.

La stabilisation des prix du pétrole, puis leur baisse à l'automne, favorise la décélération marquée des prix de l'énergie. La sortie du calcul du glissement annuel des fortes hausses enregistrées au troisième trimestre de 2000 contribue à une réduction de -1,6 point de l'inflation globale sur un an. Cet effet de base est particulièrement prononcé pour les prix des carburants, dont le glissement annuel passe de +20,3% en octobre 2000 à -10,1% un an plus tard.

Le dynamisme des prix alimentaires constitue le premier obstacle à un repli plus rapide de l'inflation au second semestre de 2001. Les conséquences cumulées de la crise de l'ESB, de l'épizootie de fièvre aphteuse⁽¹⁾ et des mauvaises conditions climatiques au printemps ont porté à des niveaux historiques le glissement annuel des prix de l'alimentation (+5,4% en juin 2001). Bien que le rythme de progression des

INFLATION DE LA ZONE EURO

(glissement annuel de l'IPCH, en %)

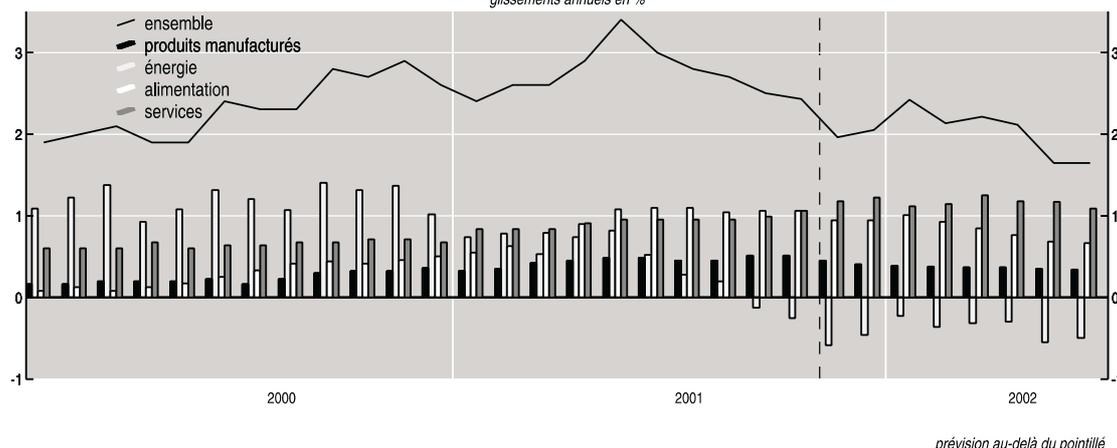
Secteurs (poids dans l'indice)	octobre 2000	octobre 2001	novembre 2001	décembre 2001	juin 2002
Produits alimentaires (16,4%)	2,1	5,8	4,8	4,7	2,6
Boissons alcoolisées et tabac (4,0%)	1,6	3,1	3,8	3,9	5,1
Habillement-chaussures (7,8%)	1,1	1,9	2,6	2,6	1,4
Logement-eau-gaz-électricité (15,6%)	5,7	1,7	1,1	1,1	0,7
Ameublement et articles d'entretien (7,9%)	1,2	2,1	2,2	2,2	1,8
Santé (3,9%)	2,0	1,3	1,3	1,2	1,2
Transports (15,6%)	4,9	-0,3	-1,8	-1,3	-1,5
Communications (2,3%)	-4,8	-1,8	-1,9	-1,6	-0,4
Loisirs et culture (9,4%)	0,8	2,1	1,4	1,7	1,9
Enseignement (0,9%)	4,0	3,7	3,8	3,8	4,4
Hôtels-cafés-restaurants (8,8%)	2,9	3,5	3,7	3,6	3,6
Autres biens et services (7,4%)	2,2	3,3	3,3	3,5	2,8
Ensemble (100,0%)	2,7	2,4	2,0	2,0	1,6
Alimentation (alcools et tabacs inclus) (20,4%)	2,0	5,2	4,6	4,6	3,2
Énergie (9,5%)	14,6	-2,7	-6,1	-4,8	-5,2
Inflation sous-jacente (70,1%)	1,5	2,3	2,3	2,3	2,0
dont Produits manufacturés (32,1%)	1,0	1,6	1,4	1,3	1,1
Services (38,0%)	1,9	2,8	3,1	3,2	2,9

■ Préviation
Source : Eurostat

DECOMPOSITION DE L'INFLATION ZONE EURO

contributions des grands postes

glissements annuels en %



prix alimentaires se soit stabilisé à la fin de l'été, il demeure à un niveau élevé au second semestre de 2001 (supérieur à +4,5% en glissement annuel), si bien que la contribution du regroupement «alimentation, alcools et tabacs» à la variation de l'inflation est de +0,7 point entre octobre 2000 et octobre 2001.

Second frein au ralentissement de l'indice d'ensemble, l'inflation sous-jacente⁽²⁾ se redresse régulièrement depuis le troisième trimestre de 2000 : elle atteint +2,3% en octobre 2001 (contre +1,5% un an auparavant). Ce mouvement traduit essentiellement l'accélération des prix des services (+2,8% en octobre 2001 contre +1,9% un an plus tôt), nourrie par une progression des coûts salariaux plus rapide depuis 1999, mais également par le redressement du glissement annuel des télécommunications (-2,2% en octobre 2001 contre -5,5% en octobre 2000 du fait de baisses de prix moins fortes). Dans le secteur manufacturier, le glissement annuel des prix augmente de manière moins prononcée, pour se stabiliser à l'automne sous l'effet du ralentissement des prix de production industriels amorcé dès la fin de 2000. Au total, l'inflation sous-jacente contribue pour +0,6 point à l'évolution du glissement annuel de l'indice d'ensemble entre octobre 2000 et octobre 2001.

Réduction de l'écart d'inflation entre la France et la zone euro

L'inflation se replie dans tous les pays de la zone euro au troisième trimestre de 2001 en raison de la contribution partout négative des prix de l'énergie. En octobre 2001, l'écart maximal d'inflation s'établit à 3,3 points contre 3,9 points un an plus tôt. Le glissement annuel des prix est ainsi d'au plus +2,0% dans 4 pays de la zone : le Luxembourg (+1,7%), la France (+1,8%), la Belgique (+1,9%) et l'Allemagne (+2,0%).

L'écart d'inflation entre la zone euro et la France, qui avait augmenté à l'automne 2000, s'est considérablement réduit depuis, passant de 1,2 point en janvier 2001 à 0,8 point en novembre. Le mouvement s'ex-

INFLATION DE LA ZONE EURO PAR PAYS

(glissement annuel de l'IPCH, en %)

	octobre 2000	octobre 2001
France	2,1	1,8
Allemagne	2,4	2,0
Italie	2,7	2,5
Espagne	4,0	3,2
Pays-Bas	3,2	5,0
Belgique	3,7	1,9
Autriche	2,2	2,5
Finlande	3,4	2,4
Portugal	3,7	4,2
Irlande	6,0	3,8
Luxembourg	4,3	1,7
Grèce	3,8	3,2
Zone euro	2,7	2,4
Royaume-Uni	1,0	1,2
Suède	1,3	2,9
Danemark	2,8	2,0
U.E.	2,4	2,2

Source : Eurostat

plique par les évolutions du poste énergie. D'une part, le recul de l'inflation allemande a été particulièrement rapide (+2,0% en octobre après +3,6% en mai), car elle est plus sensible au recul des prix des produits pétroliers. D'autre part, la réduction de l'écart a été favorisée en octobre 2001 par la sortie du calcul du glissement annuel de mesures de fiscalité indirecte spécifiques à la France (instauration de la TIPP flottante au 1er octobre 2000).

D'octobre 2000 à octobre 2001, les prix ont accéléré dans trois pays : l'Autriche (+0,3 point de glissement annuel), le Portugal (+0,5 point) et les Pays-Bas (+1,8 point). De fait, l'inflation sous-jacente s'y est redressé plus vivement que dans le reste de la zone euro. A ce phénomène s'ajoute, dans le cas néerlandais, le surcroît d'inflation résultant de la hausse de TVA décidée au 1er janvier 2001, qui a fait de l'infla-

(1) Les prix de la viande ont fortement accéléré à la suite de ces deux crises successives, en raison d'un effet de substitution sur les viandes autres que le bœuf, ainsi que du renchérissement des coûts de production et de l'apparition d'un effet «qualité» poussant les prix du bœuf à la hausse.

(2) Mesurée comme le glissement annuel de l'indice hors énergie, alimentation, alcools et tabacs.

tion de ce pays la plus élevée de la zone durant toute l'année. Celle-ci retombera mécaniquement en janvier prochain. Au Portugal, les prix de l'énergie sont encore largement administrés, si bien que la contribution de la composante énergétique n'est pas aussi négative que dans le reste de la zone euro.

Apaisement de l'inflation sous-jacente à l'horizon du printemps prochain

Le dynamisme des prix des services continuerait d'être alimenté cet hiver par la croissance passée des coûts salariaux, qui a atteint un point haut au dernier trimestre de 2000 (+3,7%). Depuis le début de 2001, ce rythme de progression s'est toutefois infléchi (+3,3% au deuxième trimestre 2001) ce qui pourrait se traduire par une stabilisation du glissement annuel des prix des services dès le printemps 2002.

Sous l'effet du repli des prix du pétrole et du ralentissement de l'activité, les prix de production industriels se replient fortement depuis la fin de 2000, comme le souligne la détérioration des perspectives de prix de vente des industriels. Les prix à la consommation des produits manufacturés, dont le glissement annuel se stabilise cet automne, devraient donc entamer un mouvement de décélération, qui se prolongerait au cours du premier semestre de 2002.

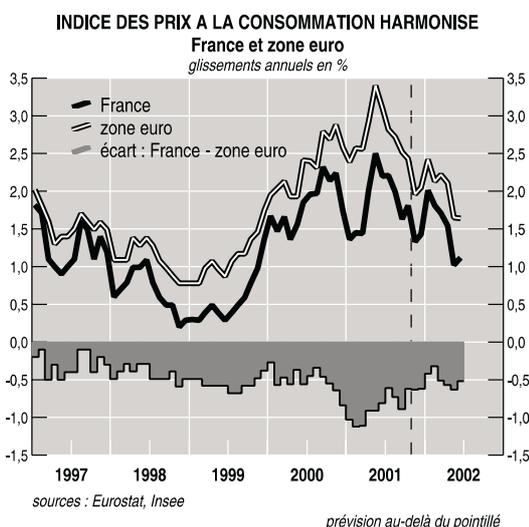
Au total, l'inflation sous-jacente plafonnerait au premier trimestre de 2002 à +2,3%, pour se replier ensuite graduellement. Le glissement annuel des prix hors énergie et alimentation atteindrait ainsi +2,0% en juin prochain.

L'inflation inférieure à +2,0% au printemps

Sous les hypothèses d'un prix du Brent autour de 20\$/bl et d'un taux de change à 0,90\$ pour 1 euro au printemps prochain, l'inflation dans la zone euro devrait continuer de diminuer au premier semestre de 2002. Elle remonterait certes de quelques dixièmes au début de l'an prochain, mais ce phénomène temporaire n'est dû qu'à la sortie du calcul du glissement annuel des prix des baisses enregistrées sur l'énergie au premier trimestre de 2001. Elle atteindrait +1,6% en juin 2002 après +2,0% en décembre 2001.

Le repli de l'inflation de -0,4 point entre décembre 2001 et juin 2002 serait essentiellement imputable au ralentissement des prix alimentaires. La sortie du calcul du glissement annuel des hausses de prix alimentaires enregistrées au premier semestre de 2001 se traduirait en effet par une contribution de la composante «alimentation, alcools et tabacs» à l'évolution de l'inflation de -0,2 point. Le repli du glissement annuel de l'indice d'ensemble serait également favorisé par l'infléchissement de l'inflation sous-jacente (-0,2 point).

Ces prévisions tiennent compte des mesures de fiscalité indirecte⁽³⁾ (relèvement des taxes sur le tabac de +30,0% en Allemagne et de +9,0% en France) qui entreront en vigueur au 1er janvier 2002. Le poten-



tiel inflationniste de ces mesures sera toutefois contrebalancé par la fin de la prise en compte dans le calcul de l'inflation de la zone euro de la forte hausse de la TVA mise en oeuvre aux Pays-Bas en janvier 2001. ■

(3) L'exercice de prévision ne retient en revanche aucune hypothèse d'impact spécifique du passage à l'euro sur l'inflation.

Pétrole et matières premières

Malgré le ralentissement conjoncturel qui s'est engagé depuis la fin de l'an passé, le prix (en moyenne mensuelle) du pétrole s'est maintenu entre 24,5\$ et 28,5\$ au cours des trois premiers trimestres de 2001. Cependant, les attaques terroristes du 11 septembre ont fortement déstabilisé le marché pétrolier et le cours du baril a chuté depuis de près de 30%. En imposant des réductions de production, l'Opep devrait réussir à stabiliser le cours autour des 20\$ au premier semestre de 2002.

Les prix des autres matières premières ont été plus directement affectés par le retournement de la conjoncture mondiale, en amorçant leur recul dès le début de l'année. En particulier, la dégradation de l'activité industrielle a fortement pesé sur les prix des matières minérales et agro-industrielles.

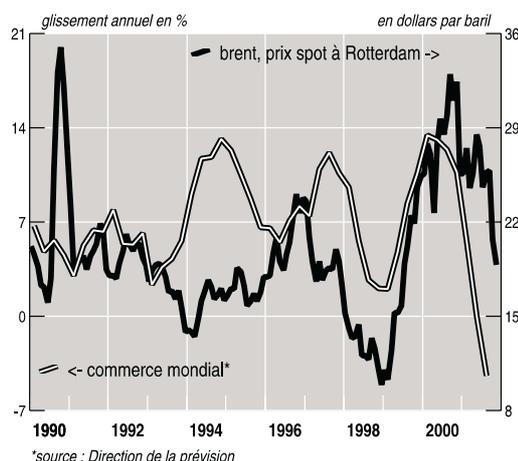
Le cours des matières alimentaires a également été touché par cette baisse d'activité. Les pays à faibles revenus ont diminué leur demande et les marchés sont en excès d'offre. Seul le prix des céréales augmente, car la demande des pays moins avancés s'est réorientée vers les produits de base.

Compte tenu d'une conjoncture durablement dégradée, les cours des matières premières hors énergie continueraient à diminuer en cette fin d'année et ne se redresseraient pas à l'horizon du printemps prochain.

Stabilisation du prix du pétrole autour de 20\$ au premier semestre de 2002

Au cours des trois premiers trimestres de 2001, le prix du baril s'est établi en moyenne à 26,1\$. Le cours du Brent s'est maintenu à ce niveau malgré l'augmentation des exportations irakiennes car les membres de l'Opep ont décidé à plusieurs reprises de réduire leur production (baisse de 1,5 million de

COURS DU PETROLE ET COMMERCE MONDIAL



barils par jour au 1er février, de 1 million de barils par jour au 1er avril, puis de nouveau au 1er septembre).

Sous le coup du ralentissement économique, la demande globale de pétrole a nettement ralenti. Ce mouvement s'est encore accentué après les attentats du 11 septembre. D'après l'Agence Internationale de l'Énergie, la demande devrait continuer à se contracter jusqu'au milieu de l'année prochaine. Même si l'arrivée de l'hiver et l'annonce par les États-Unis d'une augmentation de 28% de leurs réserves stratégiques devraient soutenir la demande, cela ne compensera pas l'effet du ralentissement économique. De plus, la crise traversée par le secteur aéronautique génère une forte baisse de la demande de kérosène.

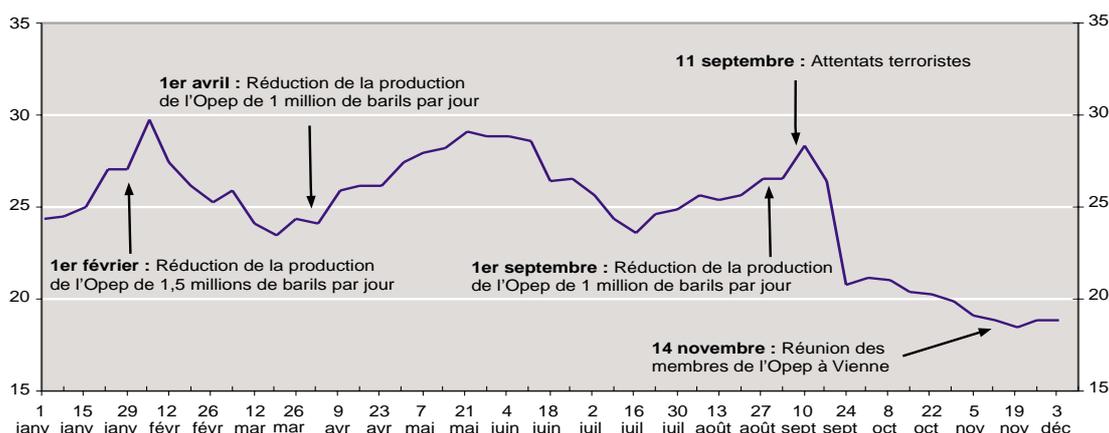
Après les événements du 11 septembre, l'offre est restée inchangée et le cours du Brent s'est engagé dans un mouvement baissier très important. Il a chuté de 30% depuis le mois de septembre, atteignant

PRIX DU PÉTROLE

	Niveaux trimestriels							Niveaux annuels		
	2000		2001				2002	1999	2000	2001
	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} S.			
Euro en Dollar	0,90	0,86	0,92	0,87	0,89	0,90	0,90	1,06	0,92	0,90
PÉTROLE										
Baril de "BRENT DATÉ" en dollars	30,5	29,7	25,9	27,2	25,4	18,0	20,0	17,8	28,4	24,1
Tonne importée en euros	238,1	260,5	211,1	223,3	214,2	161,7	165,6	120,7	228,1	202,6

Prévision

PRIX HEBDOMADAIRE DU BARIL DE BRENT (EN DOLLARS) POUR L'ANNÉE 2001



son plus bas niveau en deux ans. Suite à la réunion de Vienne, l'Opep a annoncé son intention de réduire sa production de 1,5 million de barils par jour, à condition que la production des pays producteurs hors Opep baisse simultanément de 500 000 barils par jour. La perspective d'un bras de fer entre les membres du cartel et les pays producteurs extérieurs a continué à affaiblir le cours du baril, qui est passé sous la barre des 17\$ le 16 novembre.

La Norvège et le Mexique ont toutefois annoncé une baisse de leur production, respectivement de 100 000 barils par jour et de 100 000 à 200 000 barils par jour. La Russie, deuxième exportateur mondial, a annoncé qu'elle réduirait sa production de 50 000 barils par jour, quantité considérée comme insuffisante par les autres producteurs.

Dans ce contexte, le prix du baril devrait demeurer autour des 18\$ durant le dernier trimestre de 2001. Il atteindrait les 20\$ à la fin du premier semestre de 2002, à mesure que les réductions d'offre des différents pays producteurs se concrétiseraient.

Baisse des prix des matières premières hors énergie

L'indice hors énergie des prix des matières premières importées par la France diminue régulièrement depuis le début de l'année. En effet, le ralentissement de l'activité économique pèse sur la demande des matières industrielles. Ce mouvement devrait persister jusqu'à la fin du premier semestre de 2002.

Accompagnant le pic d'activité, les prix des métaux de base ont atteint des niveaux élevés en 2000, puis se sont rétractés cette année avec le retournement de conjoncture. En effet, les prix de ces matières sont fortement liés à l'activité industrielle. A titre d'exemple, l'activité du secteur automobile conditionne fortement les prix du plomb et de l'acier et la conjoncture de l'aéronautique influe sur le cours de l'aluminium.

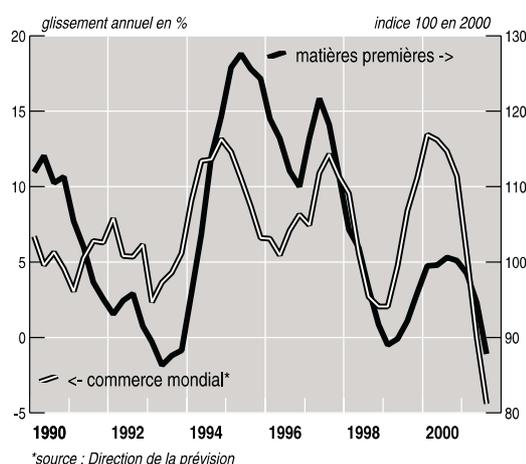
Du fait de la détérioration de l'activité mondiale à l'hiver, les prix des matières minérales continueraient de diminuer au quatrième trimestre de 2001. Ils se stabiliseraient au début de l'année prochaine, à la faveur d'un arrêt du mouvement de déstockage.

Le mouvement devrait être similaire dans les secteurs des matières premières agro-industrielles.

La demande de caoutchouc a été affectée par le ralentissement de l'activité du secteur automobile. L'offre pourrait diminuer, car les principaux producteurs (Thaïlande, Malaisie et Indonésie) ont accepté de réduire leur production de 4% au début de l'année prochaine. Néanmoins, la dégradation attendue de la conjoncture mondiale de l'automobile milite pour une accentuation de la baisse du prix du caoutchouc à l'horizon de la prévision.

Les cours des fibres textiles naturelles ont chuté en 2001. Le marché du coton est en situation d'offre excédentaire ; son cours est au plus bas. Cette baisse des prix pourrait persister au début de 2002. En effet, la Turquie et le Brésil ont augmenté leur production, alors que la demande reste stable malgré le très faible niveau des prix. Le cours de la laine suivrait les mêmes évolutions, car la Chine, premier consommateur, réduirait sa demande.

COURS DES MATIERES PREMIERES ET COMMERCE MONDIAL



*source : Direction de la prévision

Seul le tabac, dont la consommation globale est dynamique, a connu une augmentation de prix au cours de l'année, tendance qui se prolongerait l'année prochaine.

Le ralentissement économique mondial génère une baisse de la demande des pays les moins avancés pour les produits alimentaires qui ne sont pas de première nécessité, dans un contexte où de nombreux marchés sont actuellement en excès d'offre. Le marché du café traverse une crise très importante. Le cours n'a cessé de diminuer durant l'année, et cer-

tains exploitants ont abandonné les plantations. Dans des proportions moindres, le marché du cacao est également en situation d'offre excédentaire.

Les cours des céréales devraient évoluer différemment. En effet, la production stagne et la demande augmente, car les pays à faibles revenus concentrent leur demande sur les produits de base (blé, riz). Ainsi, les prix de ces matières continueraient d'augmenter pour se stabiliser à l'horizon du printemps prochain. ■

Échanges extérieurs

Depuis le début de 2001, les échanges commerciaux sont en repli. Les exportations de biens ont souffert d'une dégradation continue de la conjoncture mondiale et le fort recul des importations traduit le retournement à la baisse du comportement d'investissement et de stockage des entreprises. Reflétant le rapide ajustement des entreprises, les flux d'échanges de biens intermédiaires et de biens d'équipement sont les plus touchés.

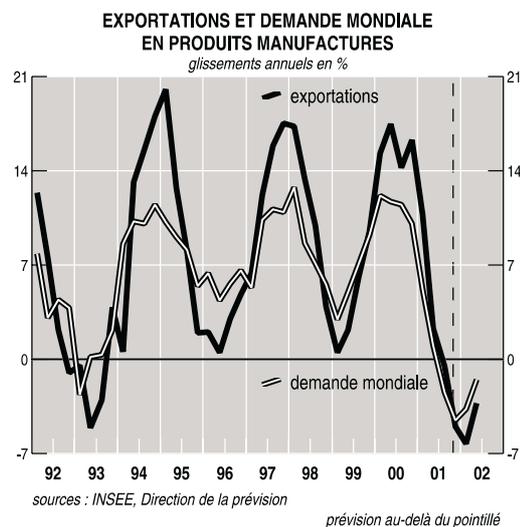
Aucune reprise des échanges commerciaux n'est attendue à l'horizon du printemps prochain. Toutefois, importations et exportations se stabiliseraient dans le courant du premier semestre, à la faveur de l'épuisement du cycle de déstockage industriel.

Au total, la contribution à la croissance des échanges extérieurs sur l'ensemble des trois prochains trimestres serait légèrement négative, traduisant la relative bonne tenue de la consommation française par rapport à celle de ses principaux partenaires.

Toutefois, la balance commerciale en valeur devrait s'améliorer car la baisse des prix des produits pétroliers viendrait réduire le déficit énergétique.

Des exportations manufacturières en recul

Après une année 2000 exceptionnelle, le dynamisme des exportations de produits manufacturés a été casé net dès le début de 2001 par le retournement de l'activité mondiale. Le profil trimestriel des exportations apparaît heurté, car il est affecté par les livraisons exceptionnelles d'Airbus et de paquebots au premier et au troisième trimestres. Mais au-delà de ces à-coups, le retournement est brutal : après avoir



progressé sur un rythme annuel de 12% en 2000, les exportations se replient sur un rythme de l'ordre de -6% en 2001.

Par produits, les baisses d'exportations les plus spectaculaires s'observent dans les biens intermédiaires d'une part (-12% en rythme annualisé), dans les biens d'équipement électriques d'autre part (de l'ordre de -20% en rythme annualisé). Les premiers ont été atteints par le mouvement mondial de déstockage dans l'industrie ; les seconds par la récession mondiale du secteur des nouvelles technologies. Le profil est plus plat pour les exportations de biens de consommation et encore nettement ascendant dans l'automobile. De fait, chez beaucoup de nos partenaires, en particulier européens, les achats des ménages ont plutôt résisté dans le courant de cette année, le ralentissement des demandes internes étant imputable au comportement restrictif des entreprises.

SOLDE COMMERCIAL

(en milliards d'euros)

	Niveaux semestriels (CVS-CJO)					Niveaux annuels		
	2000		2001		2002	1999	2000	2001
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.			
Agriculture / IAA	5,0	4,6	4,1	3,7	3,8	9,5	9,6	7,8
Énergie	-10,3	-11,9	-11,7	-10,8	-9,4	-11,3	-22,1	-22,6
Manufacturés ⁽¹⁾	4,7	0,3	4,1	5,9	4,2	11,9	5,0	10,0
Total Caf / Fab	-0,6	-6,9	-3,5	-1,2	-1,4	10,0	-7,5	-4,7
Total Fab / Fab⁽²⁾	4,2	-1,7	0,0	2,1	3,5	18,2	2,5	2,1

■ Prévision

(1) Y compris divers et matériel militaire.

(2) Le taux de passage des importations CAF à FAB est de 0,970 en 1999, 2000 et de 0,980 en 2001.

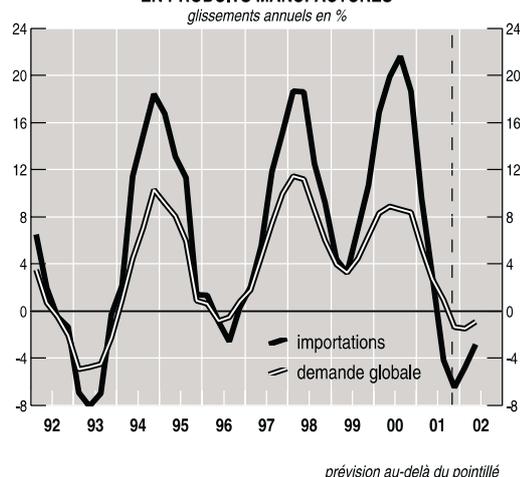
La demande extérieure adressée à la France demeurerait faible au premier semestre de 2002. La faiblesse de la croissance en Europe et aux États-Unis en serait responsable, en particulier celle de l'Allemagne, notre principal partenaire commercial. La compétitivité des produits français pourrait s'améliorer quelque peu, grâce aux gains liés à la relative bonne tenue de l'inflation française. Ses effets seraient toutefois modérés.

Néanmoins, au printemps, le retour à des comportements plus neutres en matière de stockage de la part des entreprises en Europe et aux États-Unis freinerait la dégradation de la demande mondiale, permettant aux exportations de se stabiliser.

Des importations manufacturières en forte baisse

Les importations manufacturières se sont très fortement repliées depuis le début de l'année. Leur glissement annuel atteindrait un point bas en fin d'année, à près de -7%. Ce repli, marqué dans la branche des biens intermédiaires et celle des biens d'équipement, reflète le mouvement brutal de déstockage et le coup de frein sur l'investissement donné par les entreprises françaises. Bien qu'un peu heurté depuis le début de l'année, le profil des importations de biens de consommation est plus plat ; il reste toutefois relativement faible au regard de la très bonne tenue de la consommation des ménages français, ce qui suggère là encore que les grossistes et les détaillants ont plutôt eu tendance à déstocker. A l'horizon du printemps prochain, les importations se stabiliseraient, voire retrouveraient une croissance modérée. En effet, même si la consommation française ralentirait quelque peu, le retour des entreprises à un comportement plus neutre en matière de stockage permettrait l'amorce d'un redressement des importations de biens intermédiaires.

IMPORTATIONS ET DEMANDE GLOBALE EN PRODUITS MANUFACTURÉS



Amélioration des termes de l'échange

Les prix à l'exportation, qui n'ont cessé de progresser depuis un an, devraient ralentir à compter du quatrième trimestre de 2001. Sous l'hypothèse d'une stabilisation du taux de change de l'euro, les entrepreneurs, confrontés à une conjoncture mondiale dégradée, consentiraient des efforts sur leurs marges afin de maintenir leurs parts de marché.

Entamée au printemps de cette année, la baisse des prix manufacturés à l'importation se poursuivrait jusqu'au milieu de l'an prochain, emmenée par le repli des prix des biens intermédiaires. Cette baisse du prix des importations est encore accentuée cette année si l'on inclut les produits énergétiques, compte tenu du net repli des cours du pétrole à la suite des attentats du 11 septembre.

Au total, les termes de l'échange, s'amélioreraient quelque peu, principalement sous l'effet de la baisse des prix du pétrole. Cette évolution aurait un effet positif sur la balance commerciale. Ce faisant, elle améliorerait le revenu du pays, ce qui devrait profiter à moyen terme à sa demande intérieure.

BALANCE DES TRANSACTIONS COURANTES

(soldes bruts en milliards d'euros)

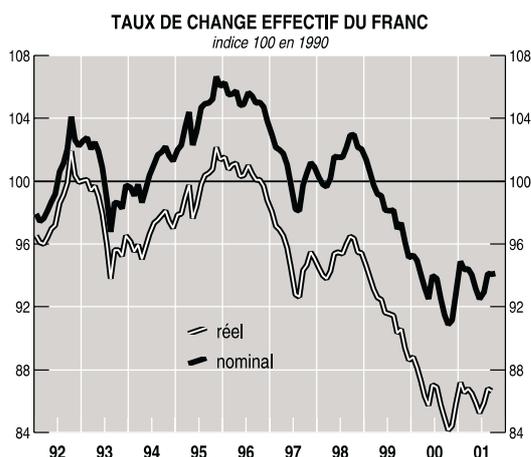
	Niveaux semestriels							Niveaux annuels		
	1999		2000		2001		2002	1999	2000	2001
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.			
MARCHANDISES⁽¹⁾	8,3	9,3	2,9	-1,2	1,0	3,4	2,4	17,6	1,7	4,5
SERVICES⁽²⁾	7,7	9,5	9,9	10,9	9,9	10,5	9,0	17,2	20,8	20,3
- liés aux échanges extérieurs	1,4	2,9	2,9	2,9	3,0	2,9	2,6	4,3	5,9	5,9
- liés aux échanges de technologie	0,9	0,6	1,0	0,8	0,8	1,1	1,1	1,5	1,8	1,9
- voyages	5,7	6,3	6,3	7,7	6,7	7,0	5,9	12,0	14,1	13,7
- autres services	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6	-1,0	-1,1
REVENUS	6,1	5,4	8,4	6,7	6,0	9,0	6,5	11,4	15,1	15,0
TRANSFERTS COURANTS	-3,9	-8,5	-5,2	-9,7	-5,4	-9,0	-5,0	-12,4	-14,9	-14,4
TRANSACTIONS COURANTES	18,2	15,6	16,0	6,7	11,5	14,0	12,9	33,8	22,7	25,4

■ Prévision

(1) Ce concept diffère du solde douanier, car il ne prend pas en compte les échanges sans paiement et sans transfert de propriété.

(2) Nouvelle nomenclature de la balance.

Sources : Banque de France, estimations INSEE.



Léger redressement des secteurs agricole et agroalimentaire

L'excédent commercial du secteur agroalimentaire, qui a souffert depuis un an des conséquences des crises sanitaires, pourrait se redresser quelque peu en fin d'année, en particulier pour ce qui concerne les échanges de viande et les produits laitiers. En effet, la reconnaissance, à la mi-septembre, du fait que la France est indemne de la fièvre aphteuse, devrait favoriser les exportations. A l'inverse, la faiblesse des exportations de blé, suite aux relativement mauvaises récoltes de l'été, devrait continuer de peser sur l'excédent. Par ailleurs, les récoltes peu abondantes de fruits et légumes pourraient stimuler les importations.

Allègement de la facture énergétique

La facture énergétique devrait s'élever en 2001 à 22,6 Mds d'euros, contre 22,1 Mds en 2000. Cette quasi-stabilité s'explique par la stabilisation du prix du baril de pétrole en moyenne sur 2001, ainsi que par le ralentissement de la demande intérieure, en lien avec le ralentissement économique. Au total,

bien que la facture énergétique représente un prélèvement d'environ 1,8 point de PIB, elle serait sans effet sur la variation de croissance du revenu national, puisqu'elle serait de même ampleur que l'année précédente.

Au premier semestre de 2002, la facture énergétique devrait s'alléger nettement, compte tenu de la forte baisse enregistrée sur les prix du pétrole cet automne. Le gain en termes annualisés serait de l'ordre de 0,2 point de PIB. Induisant un supplément de revenu pour la nation, il pourrait aider les entreprises et les ménages français à investir et consommer davantage dans le moyen terme.

Baisse du solde des transactions courantes

Le déficit commercial s'est réduit au troisième trimestre mais se dégraderait au quatrième : la demande intérieure française resterait relativement plus dynamique que celle de nos partenaires, si bien que les exportations de biens diminueraient plus fortement que les importations. Toutefois, la réduction de la facture énergétique viendrait compenser cette évolution.

L'excédent touristique devrait se dégrader suite aux événements du 11 septembre et plus généralement au ralentissement de la conjoncture mondiale. Le solde des services liés aux échanges extérieurs (fret, assurances...), pour lequel la France est structurellement excédentaire, ferait de même, étant donnée la forte contraction du commerce international.

Sur l'ensemble de l'année 2001, le solde des revenus d'investissement ne s'améliorerait pas en raison de la progression des intérêts versés sur la dette publique à l'étranger. La France touchant plus de revenus de ses investissements étrangers directs qu'elle n'en verse au reste du monde, ce solde se dégraderait sur la première moitié de l'année du fait du ralentissement mondial. ■