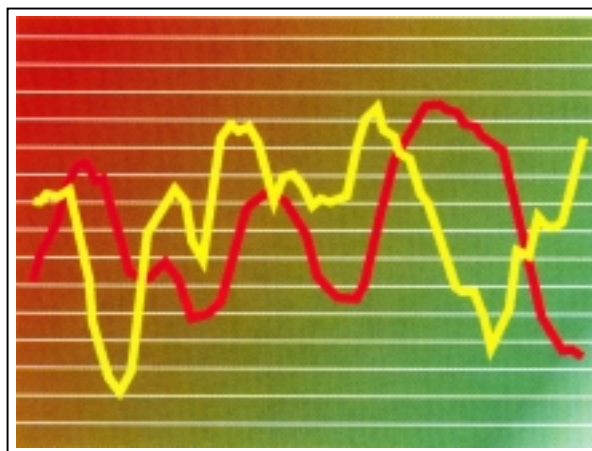


NOTE DE CONJONCTURE

JUIN 2001



■ **Directeur de la publication :**
Paul Champsaur

■ **Rédacteurs en chefs :**
Michel Devilliers
Fabrice Lenglar
Alexandre Gautier
Laurent Ménard

■ **Contributeurs :**
Souheil Benmebkout
Emmanuel Berger
Olivier Biau
François Bouton
Isabelle Braun-Lemaire
Cécile Chataignault
Emmanuel Chion
Véronique Cordey
Patrick Corbel
Thibault Cruzet
Jean-Philippe De Plazaola
Hélène Erkel-Rousse
Lisa Fratacci
Stéphane Gregoir
Agnès Greliche
Sophie Guérin
Véronique Guihard
Christine Gonzalez-Demichel
Marie Gouyon
Sabine Guillaume
Brahim Laouisset
Sylvain Mahourdeau
Sandra Montiel
Virginie Mora
Karim Moussallam
Corinne Prost
Gaëlle Prioux
Simon Quantin
Marie Reynaud
Sébastien Seguin
Nicolas Sobczak
David Thesmar
Fabien Toutlemonde

■ **Secrétariat de Rédaction :**
Luis Cases

■ **Secrétariat :**
Catherine Berthod-Zaug

■ **Mise en page :**
Frédéric Luczak
Marie-José Petit
Delphine Puiraveau

Rédaction achevée le 22 juin 2001

ISSN 0766-6268

Impression d'après documents fournis
IMPRIMERIE NATIONALE

Une version est disponible sur le serveur
Internet de l'INSEE à l'adresse suivante :
<http://www.insee.fr>

SITUATION ET PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

VENT CONTRAIRE

- Vue d'ensemble 6
- Des prévisions de mars 2001... Aux révisions de juin 2001 13

DOSSIERS

- Évolution et répartition du surplus de productivité. 17
- Prévoir l'inflation en France 25

FICHES THÉMATIQUES

- Environnement international de la zone euro 36
- Conjoncture dans la zone euro 44
- Prix à la consommation au sein de la zone euro. 50
- Pétrole et matières premières 55
- Échanges extérieurs 57
- Financement de l'économie. 60
- Éléments du compte des administrations publiques 64
- Prix à la consommation 66
- Emploi 70
- Chômage 73
- Salaires 76
- Revenus des ménages 78
- Consommation des ménages 82
- Investissement. 84
- Stocks 86
- Production 88
- Résultats des entreprises 91

COMPTE ASSOCIÉ

Vent contraire

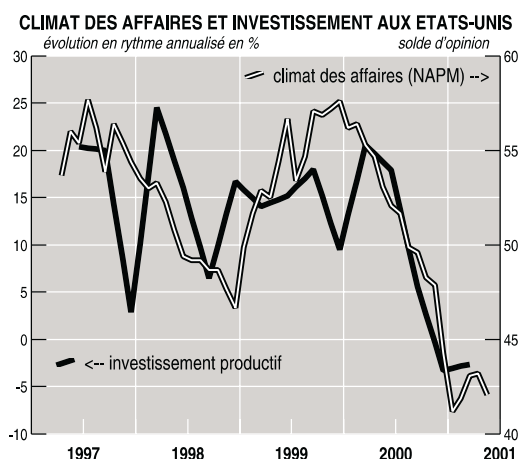
Après quatre années d'expansion, l'économie française est soumise à un vent contraire. La nette inflexion dans le rythme de croissance en début d'année reflète l'impact sur les entreprises du ralentissement mondial par deux canaux : une vive contraction du commerce international qui entraîne les exportations à la baisse ; un infléchissement des anticipations qui conduit à une contraction des stocks et à une modération de l'investissement.

A la fin du premier semestre, l'environnement international de la zone euro est toujours mal orienté. L'économie américaine vit au ralenti et ne laisse paraître aucun signe d'un redressement rapide, même si les pouvoirs publics ont multiplié les mesures de soutien de la demande, avec des baisses répétées des taux d'intérêt et la mise en place de ristournes fiscales. Les économies asiatiques, particulièrement sensibles à la contraction du marché mondial des hautes technologies, voient leur activité décélérer rapidement. Le Japon, déjà handicapé par ses problèmes internes d'endettement, glisse dans la récession. Les économies d'Europe de l'Est, qui sont moins directement exposées au ralentissement venu des États-Unis, subissent l'affaiblissement de la conjoncture allemande.

La croissance de la zone euro, déjà freinée au deuxième semestre de 2000 par le prélèvement pétrolier, a encore baissé et se situerait au cours de l'année sur des rythmes annualisés de l'ordre de 1,5%. Face au ralentissement mondial et à la réduction consécutive de la demande des entreprises, la consommation des ménages n'a pas apporté en début d'année -sauf en France- le soutien attendu notamment des mesures d'allègements d'im-

pôts prises dans plusieurs pays. La principale raison est la persistance chez nos voisins de fortes hausses de prix amputant le pouvoir d'achat. Poussée par les prix alimentaires, et par des cours pétroliers toujours élevés dont l'impact est amplifié par la faiblesse de l'euro, l'inflation dans la zone atteint 3,4% en mai. Une désinflation en fin d'année est probable, dans un contexte de faible demande mondiale qui favorise la stabilisation des prix pétroliers. Elle serait la clé d'un affermissement de la consommation, et de la croissance en Europe.

La France se différencie de ses voisins européens par un dynamisme plus affirmé de la demande des ménages. Les conditions sont réunies pour que la consommation progresse encore sensiblement sur la deuxième moitié de 2001 et assure un socle à la croissance. Une augmentation un peu plus rapide des salaires et les allègements d'impôts généreraient en effet une forte progression des revenus nominaux. Un tassement progressif de l'inflation (1,8% en décembre) garantirait l'accroissement du pouvoir d'achat. Par ailleurs, l'augmentation attendue des effectifs, bien que nettement ralentie (250 000 emplois salariés marchands supplémentaires en 2001), serait suffisante pour maintenir une légère baisse du taux de chômage, de nature à éviter un changement de comportement des consommateurs. Avec des exportations bridées par une demande mondiale déprimée, l'économie française progresserait toute l'année sur un rythme voisin de celui du premier trimestre, ce qui conduirait à une augmentation du PIB en moyenne annuelle de 2,3%.



Le ralentissement américain perdure

Depuis son freinage brutal à l'été dernier, l'économie américaine a progressé sur un rythme annuel de l'ordre de 1,5% pendant trois trimestres. Le ralentissement pourrait s'accroître encore ce printemps et la croissance devrait rester faible à l'horizon de la fin de l'année, même si un scénario de reprise au second semestre reste évoqué sur les marchés financiers.

Certes, le resserrement de la politique monétaire à partir du printemps de 1999 a sans doute contribué à imprimer un mouvement de décélération à l'activité américaine. Mais ce retournement de conjoncture, caractérisé par une brusque détérioration des anticipations des entreprises, ne peut s'expliquer par la seule action restrictive passée de la Fed. L'effondrement du NASDAQ au premier trimestre de 2000 signalait une brutale révision des espérances de profits nées de l'essor des nouvelles technologies. L'éclatement de cette bulle s'est traduit par un coup de frein sur l'investissement en équipements informatiques et par une soudaine défiance des investisseurs, précisément à l'égard des secteurs qui avaient tiré la croissance américaine au cours des années 90. Le système bancaire, fragilisé par le krach boursier, a dans un premier temps restreint et renchéri son offre de crédit aux entreprises. Après plusieurs années de croissance à deux chiffres, l'investissement productif a stagné aux États-Unis au second semestre de 2000 et a reculé au début de cette année.

Très classiquement, l'inflexion de la conjoncture s'est d'abord fait sentir dans l'industrie, qui est entrée en récession au début de cet hiver sous l'impact d'un déstockage. Malgré une action rapide et énergique de la Fed - le taux des Fed Funds a été ramené de 6,5% à 4% en à peine plus de quatre mois -, les anticipations ne se sont pas redressées et le ralentissement s'est diffusé au reste de l'économie.

De surcroît, alors qu'elle était restée jusqu'à présent dynamique, la consommation des ménages a commencé à donner des signes de faiblesse ce printemps. De fait, après avoir réduit leur demande en biens

d'équipement et leurs stocks, les entreprises ont commencé à ajuster à la baisse leur demande de travail. Le taux de chômage américain, certes parti d'un point très bas, est déjà remonté d'un demi-point. L'emploi salarié privé recule désormais, cessant de jouer son rôle de moteur du revenu. Parallèlement, le niveau relativement élevé de l'inflation (de l'ordre de 3 ½%) pèse sur les salaires réels. Certes, le revenu disponible devrait bénéficier des importantes baisses d'impôts décidées par l'administration Bush : dès cet été, l'administration fiscale commencera à envoyer des chèques aux contribuables, pour une valeur totale de 0,4 point de PIB. Néanmoins, dans un contexte où l'augmentation du chômage et les moins values boursières devraient inciter les ménages américains à reconstituer leur épargne, cette baisse de prélèvements ne profiterait que partiellement à la consommation, sans pouvoir compenser la nette décélération de la masse salariale réelle.

Au total, l'économie américaine croîtrait d'environ 1,5% en 2001. L'assouplissement de la politique monétaire serait encore trop récent pour avoir un effet significatif sur l'activité avant la fin de l'année.

La zone asiatique sévèrement frappée, l'Amérique latine fragilisée

Les économies asiatiques sont très exposées au ralentissement des États-Unis et au retournement de conjoncture dans le secteur des nouvelles technologies. Leurs exportations ont donc brutalement ralenti. Ce coup de frein de la demande extérieure dans un secteur clé a entraîné dans son sillage l'ensemble de l'industrie manufacturière. La demande intérieure semble incapable de prendre le relais. En particulier, la stagnation du revenu au Japon ne permet pas d'y envisager une reprise de la consommation. Les capacités de financement des entreprises continuent d'être obérées par l'éclatement de la bulle boursière et immobilière du début des années 1990 au Japon et par la crise financière ayant affecté les pays du Sud-Est asiatique en 1997, ce qui pèse sur l'investissement. Le ralentissement de l'activité économique de la zone devrait se poursuivre jusqu'à la fin de l'année.

Mis à part le cas du Mexique, la faible ouverture des économies d'Amérique latine les préserve un peu plus du ralentissement américain. Cependant, dans un contexte de nervosité accrue des marchés financiers, ces pays fortement endettés restent vulnérables à une éventuelle crise de défiance de la part des investisseurs. En cas de dépréciation des monnaies sud-américaines (le real brésilien a perdu 25% de sa valeur face au dollar entre janvier et début juin), d'éventuels resserrements monétaires visant à rééquilibrer les comptes extérieurs de ces pays pourraient être néfastes à la tenue de leur demande intérieure.

Ralentissement de l'Europe hors zone euro

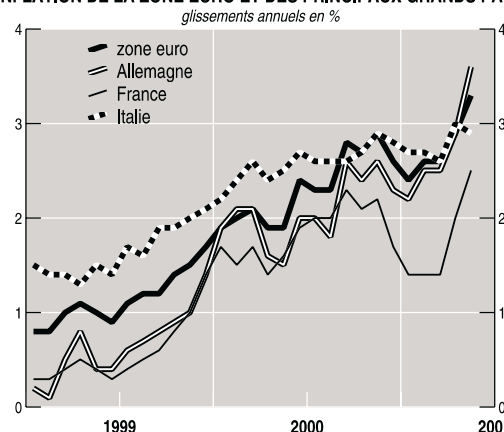
La vigueur de la demande des ménages devrait permettre au Royaume-Uni d'amortir en partie les effets dépressifs de la conjoncture mondiale. La consommation privée, en dépit d'une inflexion en début d'année, resterait stimulée par la forte progression des salaires. La demande intérieure pourrait bénéficier en outre d'une politique budgétaire plus expansionniste. Néanmoins, la demande extérieure serait mal orientée et l'investissement serait bridé. En outre, l'économie britannique pâtirait de sa spécialisation en services financiers et des conséquences de l'épidémie de fièvre aphteuse, notamment sur le tourisme. Au total, la croissance au Royaume-Uni se modérerait sur un rythme proche de 2% cette année.

Les pays d'Europe centrale et orientale sont peu vulnérables au ralentissement américain et à l'inflexion de la demande en produits de nouvelles technologies. En revanche, ils subiront d'autant plus l'infléchissement de la conjoncture en l'Europe occidentale qu'ils sont particulièrement exposés à l'économie la moins bien orientée de la zone euro : l'Allemagne. Compte tenu d'une demande intérieure relativement dynamique, leur croissance s'infléchirait sur un rythme d'environ 3%, contre 4% l'an passé.

L'activité de la zone euro marque le pas

Face au choc violent enregistré sur sa demande extérieure, la zone euro n'a pas bénéficié de la reprise de la consommation attendue au début de 2001-sauf en

INFLATION DE LA ZONE EURO ET DES PRINCIPAUX GRANDS PAYS



France. Ce contexte a encore dégradé les anticipations des entrepreneurs, si bien que l'activité marque le pas en Europe.

Après avoir progressé sur des rythmes annuels supérieurs à 10% depuis la mi-1999, les exportations de la zone euro (commerce intra zone compris) stagnent en début d'année. Elles ne croîtraient que faiblement d'ici décembre.

La consommation des ménages dans la zone euro a continué de s'inscrire sur un rythme annuel de l'ordre de 1,5% au premier trimestre de 2001. Les baisses d'impôts mises en œuvre dans plusieurs des grands pays de la zone tardent à produire leurs pleins effets et semblent pour l'heure alimenter en grande partie l'épargne. Le ralentissement de l'activité induit par le prélèvement pétrolier du second semestre de 2000 a sans doute produit des effets plus impor-

FRANCE : ÉQUILIBRE RESSOURCES-EMPLOIS EN VOLUME

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

		1999				2000				2001				1999	2000	2001
		1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.			
PIB	(100%)	0,8	0,9	1,0	1,1	0,6	0,7	0,8	0,8	0,5	0,4	0,4	0,5	3,0	3,3	2,3
Importations	(27%)	0,1	1,5	2,4	3,2	4,7	4,1	4,1	3,0	-1,7	0,5	0,7	1,0	4,2	15,3	4,5
(dont marchandises)	(24%)	0,5	1,6	2,6	3,8	5,5	3,8	4,2	2,6	-1,9	0,7	0,6	0,8	5,2	16,7	3,9
Dépense de consommation des ménages	(54%)	0,4	0,9	1,2	0,7	0,7	0,4	0,8	0,1	1,3	0,7	0,7	0,7	3,1	2,7	2,9
Dépense de consommation des APU	(24%)	1,0	0,4	0,5	0,8	0,3	0,7	0,6	0,7	0,5	0,6	0,6	0,6	2,1	2,4	2,4
FBCF totale	(20%)	2,0	1,5	0,9	1,8	1,6	1,9	1,5	2,3	0,7	0,5	0,1	0,5	6,2	6,7	4,2
dont : SNFEI	(11%)	2,1	1,1	1,1	2,5	1,4	2,1	2,4	3,2	0,4	0,6	0,5	0,8	6,0	7,9	5,4
Ménages	(5%)	2,6	2,8	0,1	0,9	2,1	1,5	-0,3	0,1	-0,1	-0,3	-0,9	-0,3	7,6	4,6	-0,5
Exportations	(29%)	0,6	2,2	4,1	1,3	3,9	4,5	2,4	3,1	-0,6	-0,8	0,6	0,7	3,9	13,5	3,9
(dont marchandises)	(24%)	0,8	2,1	4,9	1,1	4,8	4,0	2,3	2,6	-0,4	-1,3	0,2	0,3	4,0	14,0	2,8
Demande intérieure hors stocks		0,8	0,9	1,0	0,9	0,8	0,8	0,9	0,7	1,0	0,6	0,6	0,6	3,4	3,4	3,0
Contributions																
Demande intérieure hors stocks		0,8	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,9	0,6	1,0	0,6	0,5	0,6	3,3	3,3	3,0
Variations de stocks		-0,2	-0,2	-0,4	0,6	0,0	-0,3	0,3	0,0	-0,8	0,2	-0,1	0,0	-0,3	0,1	-0,6
Échanges de biens et services		0,1	0,2	0,5	-0,4	-0,1	0,2	-0,4	0,1	0,3	-0,4	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1

Prévision

tants que prévu sur l'emploi dans certains pays, particulièrement l'Allemagne. Surtout, la décélération des prix attendue au premier trimestre de 2001 a été beaucoup moins nette qu'attendue. L'inflation de la zone euro est repartie à la hausse ce printemps, sous les effets joints d'un choc sur les prix alimentaires et de prix de l'énergie toujours élevés. En abaissant d'un quart de point ses taux directeurs le 10 mai dernier, la BCE a voulu envoyer un message de confiance sur le caractère essentiellement temporaire de ces facteurs.

La coïncidence entre le rythme des achats des ménages et les mouvements enregistrés sur les prix selon les pays est remarquable en début d'année. Il est vrai que les évolutions salariales semblent aujourd'hui moins sensibles que par le passé aux fluctuations de court terme de l'inflation. La consommation a reculé fortement aux Pays-Bas sous l'effet d'une hausse du taux de la TVA, qui a fait passer l'inflation hollandaise au-dessus des 5%. Elle a stagné en Allemagne, où le glissement annuel des prix progresse plus vite que dans la zone euro en moyenne. A l'inverse, elle a rebondi fortement en France au premier trimestre, au moment où l'inflation française revenait autour de 1,5%.

L'infléchissement du rythme des créations d'emploi devrait se poursuivre dans la zone à l'horizon de la fin de l'année, même si les modifications intervenues dans le fonctionnement de certains marchés du travail (développement des contrats à durée déterminée en Italie et en Espagne, enrichissement du contenu en emploi de la croissance en France) devraient permettre d'atténuer le choc. Le taux de chômage de la zone euro recule encore légèrement en mars et avril ; il serait proche de la stabilité d'ici la fin de l'année. De leur côté, les salaires réels pourraient accélérer un peu en Europe, à la faveur de négociations prenant en compte les pertes de pouvoir d'achat intervenues en 2000.

Au total, la croissance de la masse salariale, à laquelle s'ajoutent des baisses de prélèvements dans nombre de pays européens, devrait assurer une progression modérée des revenus nominaux des ménages européens. D'autre part, avec la dissipation du choc sur les prix alimentaires, et sous l'hypothèse d'un recul des prix du pétrole au second semestre, l'inflation en zone euro baisserait pour se rapprocher de la barre des 2%. En procurant des gains de pouvoir d'achat supplémentaires, cette baisse de l'inflation favoriserait le redressement de la consommation privée. Celle-ci reviendrait sur une pente de 2,5%, et assurerait un soutien à l'activité européenne.

Il reste que l'inflexion de la demande mondiale et la difficulté de la consommation à se reprendre au début de cette année ont dégradé très fortement les anticipations des entrepreneurs européens. Un mouvement de déstockage a pesé sur la croissance de la zone euro au premier semestre. Surtout, les plans d'investissement ont été révisés à la baisse, d'autant que les taux d'utilisation des capacités ont commencé à se détendre. Au-delà de l'à-coup enre-

gistré au premier trimestre, dû au très fort recul de l'investissement en construction en Allemagne, la tendance sous-jacente de l'investissement productif devrait s'inscrire en dessous de celle observée depuis 1998. Elle pourrait toutefois bénéficier en seconde partie d'année des besoins de remplacement d'équipements liés au passage à l'euro.

Au final, le ralentissement de l'activité de la zone euro s'accroît en 2001. La croissance passerait par un creux au milieu de l'année et ne se relèverait qu'aux alentours de 1,5% d'ici décembre, à la faveur du redressement de la demande des ménages. En moyenne annuelle, la croissance atteindrait difficilement 2% en 2001. Les grandes économies de la zone afficheraient des résultats modestes : moins de 1,5% en Allemagne, environ 2% en Italie, moins de 2,5% en France.

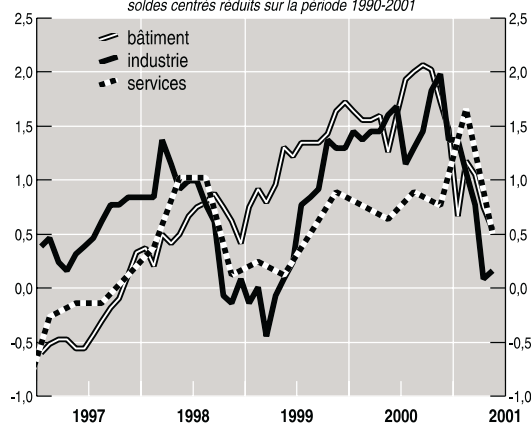
Infléchissement de l'activité en France

Le début de l'année a été marqué en France par une réaction plus rapide et plus brutale que prévu des entreprises au ralentissement international.

Les entreprises ont réduit fortement leurs achats à l'étranger, restreint leurs projets d'investissement et puisé massivement dans leurs stocks. Chacun de ces postes enregistre un choc au premier trimestre de 2001. Les importations ont reculé de 1,7%, alors qu'elles avaient progressé de l'ordre de 4% par trimestre en 2000. L'investissement des entreprises a progressé sur un rythme annuel d'à peine 2%, contre près de 12% au second semestre de 2000. Même en faisant abstraction des opérations exceptionnelles liées aux ventes aéronautiques et navales, les variations de stocks pèsent pour 0,2% sur la croissance du premier trimestre.

Au total, la croissance a fléchi. L'industrie manufacturière passe à un rythme annuel de 2%, contre près de 5% au second semestre de 2000. La production de la branche des biens intermédiaires, très exposée au cycle industriel mondial, baisse. L'activité dans les biens de consommation et l'automobile, soutenue

PERSPECTIVES PERSONNELLES D'ACTIVITE EN FRANCE
(opinion des chefs d'entreprise)
soldes centrés réduits sur la période 1990-2001



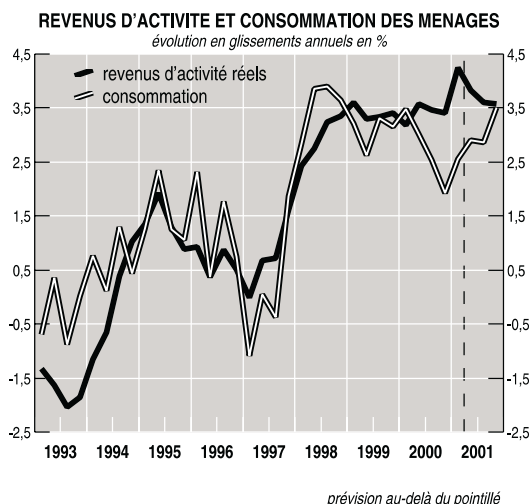
par la vigueur de la consommation, a mieux résisté. Mais le ralentissement ne semble pas s'être limité à l'industrie manufacturière. Au premier trimestre, il concerne également l'activité dans les services, contrairement à ce que suggérerait l'enquête de conjoncture. Quant à la branche agroalimentaire, frappée successivement par la crise de l'ESB et l'épizootie de fièvre aphteuse, elle est restée déprimée au début de 2001 comme à la fin de 2000. Les flux d'échanges extérieurs en produits agroalimentaires, restreints par les mesures d'embargo, se replieraient jusqu'au milieu de cette année. Seule l'activité dans le bâtiment et les travaux publics est demeurée soutenue cet hiver, bénéficiant d'un surcroît d'investissement des collectivités locales en travaux publics, traditionnel avant les élections municipales.

Au printemps, l'ensemble des enquêtes de conjoncture, tous secteurs confondus, décrit un repli des anticipations. Les perspectives d'activité accusent une baisse très sensible dans l'industrie manufacturière, suggérant que la production pourrait reculer d'ici à l'été. Les exportations de produits manufacturés baisseraient, du fait d'une demande extérieure très déprimée. Dans un contexte d'affaiblissement conjoncturel, les entreprises ne répercuteraient que partiellement l'accroissement de leurs coûts de production, ce qu'atteste le repli des perspectives de prix. De ce fait, leur taux de marge baisserait et leur demande resterait mesurée. L'essentiel du cycle de déstockage serait achevé en milieu d'année. L'investissement productif croîtrait encore de près de 5,5% en moyenne annuelle, mais il s'inscrirait en profil sur des rythmes de progression plus modérés, en-dessous de ceux enregistrés lors des dernières années. Il serait soutenu par une consommation toujours dynamique, ainsi que par les besoins liés au passage à l'euro.

A ce ralentissement dans l'industrie et les services vient s'ajouter celui du secteur du BTP, contrairement au schéma qui avait prévalu lors du "trou d'air" de l'automne 1998. L'investissement logement des ménages devrait connaître un léger repli. Les différents facteurs qui avaient soutenu sa progression sur la période récente voient leur impact s'estomper : la réduction de la TVA sur les travaux d'entretien a déjà exercé ses effets stimulants de court terme et la majeure partie des dépenses liées aux tempêtes de décembre 1999 ont été effectuées. L'activité des travaux publics aurait marqué le pas dès ce printemps, après les élections municipales.

La production se redresserait un peu dans les branches agroalimentaires au second semestre. Avec la levée de l'embargo, les échanges extérieurs de produits alimentaires se reprendraient. S'agissant d'un secteur exportateur net, ce retour à la normale viendrait en partie compenser l'infléchissement des exportations en produits manufacturés.

Au total, la croissance serait sur une pente d'à peine 2% jusqu'à la fin de l'année, un rythme inférieur à la croissance potentielle.



La consommation des ménages resterait soutenue

Après avoir ralenti en fin d'année dernière sous l'influence du prélèvement pétrolier, la consommation des ménages a nettement rebondi en France au premier trimestre de 2001. Ce dynamisme retrouvé s'explique par la vive accélération du pouvoir d'achat, qui a bénéficié des baisses d'impôt de la fin de l'année 2000, du repli de l'inflation à l'hiver, ainsi que du maintien d'un emploi dynamique et de l'accélération des salaires.

Cette vitesse prise par le revenu des ménages en début d'année lui assure une forte progression sur 2001, les nouvelles baisses de prélèvements obligatoires contribuant au second semestre à maintenir ce dynamisme. Néanmoins, le fléchissement de la croissance commencerait à se faire sentir sur le profil de la masse salariale : la croissance moins vive de l'emploi ne serait que partiellement compensée par la hausse des salaires.

Le fléchissement de la croissance induirait de moindres créations d'emplois. Certes, compte tenu des délais d'ajustement liés au cycle de productivité, le fort dynamisme des créations de postes s'est maintenu au premier trimestre. Mais certains signes d'une décélération à venir sont déjà visibles : l'emploi intérimaire, traditionnellement plus réactif, est mal orienté depuis février dernier. Le ralentissement de l'emploi salarié privé serait sensible : le glissement semestriel passerait de +1,2% à +0,5% entre la première et la seconde partie de l'année. Les effets de la RTT auraient en outre tendance à s'amoindrir. Au total, après 2000, année record marquée par une création de près de 600 000 postes, 2001 verrait l'emploi total augmenter de 300 000 personnes. Le taux de chômage, après avoir encore fortement baissé au premier trimestre, se replierait beaucoup plus lentement sur le restant de l'année, revenant à 8,5% en décembre prochain.

Le 1er janvier 2002, 12 pays européens (Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Portugal) entreront dans la phase III de l'Union Économique et Monétaire, marquée par la mise en circulation des pièces et des billets en euros. Dans le cas français, la double circulation des francs et des euros s'étendra sur la période du 1er janvier au 17 février. Au-delà, seuls les euros auront cours légal.

À l'occasion de ce passage à l'euro pour l'ensemble des agents économiques (ménages et entreprises), il est naturel de s'interroger sur les possibles conséquences macroéconomiques d'un tel événement. Toutefois, il est difficile de prévoir les comportements à la fois de prix et de demande, puisque cette opération est sans précédent dans son ampleur⁽¹⁾.

La théorie suggère que le changement d'unité monétaire n'a pas de raison de modifier les comportements économiques, en tout cas sur le moyen terme. Néanmoins, divers effets du passage à l'euro peuvent être envisagés à court terme. On se contente ici de les lister, sans pour autant être en mesure de les classer par ordre de probabilité, a fortiori d'importance.

Compte tenu du grand nombre de produits en cause et de la dispersion des prix pratiqués, les règles d'arrondi ne devraient avoir aucun impact global significatif sur l'inflation. Néanmoins, en matière de prix, la détermination des anticipations des agents s'avère primordiale. En particulier, dans un environnement où le comportement des autres entreprises est plus incertain, une entreprise peut être conduite à modifier son propre comportement de prix si elle anticipe que ses fournisseurs et/ou ses concurrents vont faire de même. À cet égard, l'attitude adoptée par les acteurs de la grande distribution sera importante.

À cette incertitude sur les comportements de marge (qui peut jouer aussi bien à la hausse qu'à la baisse) s'ajoute celle liée à la redéfinition des grilles de prix. Certaines branches (par exemple l'habillement ou l'électroménager) sont en effet caractérisées par des politiques de fixation de prix dits "psychologiques" (chiffres ronds, ou juste inférieurs à un chiffre rond). Le passage du franc à l'euro devrait se traduire par la fixation de nouveaux seuils, donc à des variations de prix (à la hausse ou à la baisse) d'une ampleur supérieure à celle qu'induirait la simple règle de conversion. Ces variations pourraient toutefois être compensées par une variation afférente des caractéristiques du produit. En outre, la fixation de ces nouveaux seuils de prix pourrait ne pas intervenir précisément à la date du basculement à l'euro, mais avant cette date, ou quelques temps après.

Le basculement à l'euro pourrait également induire à court terme une variation de la demande des ménages.

La difficulté à apprécier les niveaux de prix et de salaire affichés en euros pourrait entraîner aussi bien un surcroît d'achat (le prix du produit affiché en euro apparaît faible comparé à celui en francs) qu'un surcroît d'épargne (le montant des salaires apparaît faible également).

Même sans illusion nominale, la perte des ordres de grandeurs habituels de prix est susceptible de perturber le comportement du consommateur. À cet égard, le choc risque d'être plus important en France qu'en Allemagne ou en Italie. En effet, un euro valant 1,95583 deutschmark et 1936,27 lires, la règle de conversion pour un consommateur allemand ou italien consistera en première approximation à diviser par 2 ou 2000 les prix exprimés dans leur ancienne monnaie, opération plus aisée à faire de tête que celle auquel se livrera le consommateur français (un euro vaut 6,55957 francs, il faut donc diviser en première approximation par 6,50 ou par 20/3).

Cette perte temporaire des ordres de grandeur de prix, éventuellement renforcée par la crainte que les producteurs n'en tirent profit, pourrait se traduire par un comportement de consommation prudent durant les premières semaines de passage à l'euro et, à l'inverse, par un surcroît d'achats juste avant. La perspective de files d'attente plus longues et d'un temps accru passé aux caisses (dus à la nécessité de s'accoutumer à la nouvelle monnaie) pourrait également jouer dans le même sens.

Un autre élément pourrait venir affecter la demande des ménages au début du passage à l'euro, lié à la politique de mise sur le marché de nouveaux produits. En effet, certaines entreprises pourraient être amenées à freiner le rythme d'introduction de nouveaux produits lors des premiers mois du basculement à la monnaie unique, de façon à ne pas introduire d'éléments de perturbation supplémentaires sur les habitudes d'achats. Cette modification temporaire en matière d'innovation dans la politique d'offre pourrait là encore freiner quelque peu le dynamisme de la consommation globale.

Enfin, la coïncidence à l'hiver prochain de la date des soldes avec celle de la période de double circulation des francs et des euros pourrait favoriser la consommation : l'incitation à l'achat serait renforcée par la perspective de la disparition prochaine des prix en francs, ainsi que par l'occasion offerte au consommateur d'utiliser ses pièces et billets en francs, donc d'éviter de les changer en euros auprès des guichets bancaires.

(1) On peut penser par exemple au passage au nouveau franc en 1960 en France (un nouveau franc valait 100 anciens francs), ou à la décimalisation de la livre, intervenue au premier trimestre de 1971 au Royaume-Uni. Aucun effet notable imputable au passage au nouveau franc n'a été enregistré, ni sur les prix ni sur la demande. Dans le cas anglais, la décimalisation a coïncidé avec un léger surcroît d'inflation (+6,4% en 1970, suivi de +9,4% en 1971), mais elle intervenait également dans un contexte de détente monétaire et de politique budgétaire expansionniste, si bien qu'il est difficile d'établir une relation de causalité entre la décimalisation et le mouvement enregistré sur les prix.

De fait, la nécessité de changer l'ensemble des billets détenus⁽²⁾, y compris ceux habituellement thésaurisés, pourrait également être l'occasion d'une déthésaurisation, venant accroître momentanément le dynamisme de la consommation. On observe actuellement une baisse de la circulation des billets et pièces en France comme dans l'ensemble de la zone euro (*cf. fiche financement de l'économie*). Néanmoins, ce phénomène en lui-même n'implique pas nécessairement un surcroît d'achats : il peut traduire plus simplement une modification temporaire des modes de moyen de paiement, conduisant les consommateurs à utiliser plus souvent qu'à l'accoutumé de l'argent liquide que leurs dépôts bancaires à vue (l'argent liquide récupéré par les commerçants, puis par les banques, contribue in fine à abaisser la circulation de billets et de pièces).

Au total, les prévisions effectuées dans le cadre de cette note de conjoncture ne tiennent pas compte des divers effets listés ci dessus, compte tenu de la difficulté de les chiffrer et même de savoir s'ils se matérialiseront effectivement. Néanmoins, pour ce qui est du comportement des entreprises, le changement à l'euro devrait entraîner, toute chose égale par ailleurs, un surcroît d'investissement (acquisition de logiciel, nécessité de renouveler ou de modifier les automates à pièces et les distributeurs de billets). C'est cette hypothèse que traduit le profil en légère accélération inscrit au second semestre de 2001 sur l'investissement productif. ■

(2) Rappelons toutefois que les billets en francs, qui n'auront plus cours légal au-delà du 17 février 2002, continueront à pouvoir être changés en euros auprès des guichets de la Banque de France pendant 10 ans.

De leur côté, les salaires nominaux poursuivraient leur mouvement de légère accélération entamé en début d'année. Le glissement annuel du salaire moyen par tête dans le secteur des entreprises privées (SNF-EI) serait proche de 3% fin 2001, soit ½ point de plus que fin 2000. Les salaires s'ajustent ainsi avec délai à la baisse du chômage et à la hausse des prix passées. De surcroît, la seule application de la loi implique des revalorisations du SMIC et de la garantie mensuelle de rémunération (pour les salariés au SMIC déjà passés aux 35 heures) plus fortes que l'année dernière. En outre, les effets de la modération salariale associée à la mise en œuvre de la réduction du temps de travail commencent à s'estomper.

Le rebond de l'inflation au printemps est lié à l'envolée des prix des produits alimentaires et aux tensions renouvelées sur le prix de l'énergie. Ces facteurs seraient pour l'essentiel de nature temporaire. Sous l'hypothèse d'un reflux du prix du Brent à 25\$ en seconde partie d'année, l'indice total décélérerait au second semestre pour s'établir à +1,8% en glissement annuel en décembre. Dans le même temps, l'inflation sous-jacente augmenterait modérément. Elle finirait d'intégrer les effets de diffusion de la hausse passée des cours du pétrole et de la baisse de l'euro, et réagirait à la légère accélération des salaires. Mais cette remontée de l'inflation sous-jacente resterait limitée, car elle serait contenue par l'intensité de la concurrence et par la dissipation des tensions sur l'appareil de production, du fait de l'affaiblissement de la conjoncture.

Au total, la progression du pouvoir d'achat serait forte, à 3,8% en moyenne annuelle en 2001 après 3,4% en 2000, mais la dynamique des revenus d'activité réels qui la sous-tend s'infléchirait en cours d'année.

Bénéficiant de ce revenu, la consommation des ménages resterait robuste, s'inscrivant sur une pente proche de 3%. Cette progression irait de pair avec

une remontée du taux d'épargne de l'ordre de ¾ de point sur l'année. Ce surcroît d'épargne résulte de comportements habituels, puisqu'il contribue à lisser l'accélération du revenu.

Après un premier trimestre particulièrement dynamique, les dépenses en produits manufacturés resteraient soutenues par la vigueur des achats d'automobiles. La consommation en textile et habillement, pénalisée au printemps par des conditions climatiques défavorables, progresserait de nouveau en seconde partie d'année. Au total, les dépenses en produits manufacturés s'accroîtraient de plus de 3,5% en 2001. La consommation de services serait plus dynamique encore. Elle serait notamment soutenue par les dépenses en services de télécommunications (communication par téléphonie mobile, Internet), qui ne devraient pas ralentir sensiblement jusqu'à la fin de l'année. Les dépenses en services de transport, affectées en avril par la grève de la SNCF, se redresseraient nettement au second semestre.

La confiance des ménages s'est repliée ces derniers mois. Partant d'un point record en janvier, elle est revenue en mai là où elle se situait à l'automne 2000, au plus fort de l'inquiétude sur les prix du pétrole. Elle reste néanmoins très élevée historiquement, reflétant sans doute la vigueur du revenu dont bénéficient les ménages. Avec un chômage qui continuerait de baisser, même sur un rythme très ralenti, la confiance des ménages ne devrait s'éroder que graduellement en seconde partie d'année. Le maintien d'un niveau de confiance des ménages relativement élevé est important dans un contexte où leur demande constitue le moteur essentiel de l'activité.

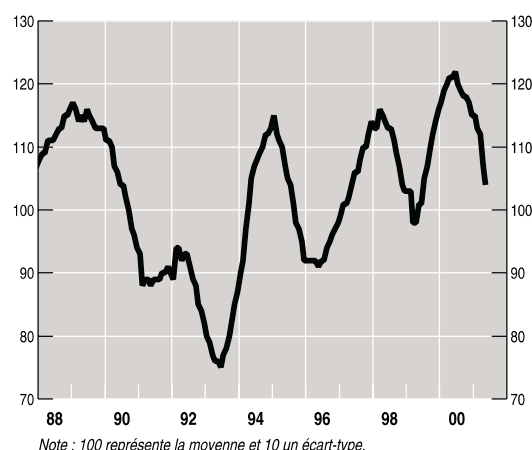
Au total, la demande intérieure hors stocks progresserait encore de 3% et la croissance française s'établirait en moyenne annuelle à 2,3% en 2001. C'est un peu plus que chez nos grands partenaires de la zone euro, en raison d'une consommation privée plus robuste. ■

L'ÉTAT DE LA CONJONCTURE INDUSTRIELLE LU PAR DEUX INDICATEURS SYNTHÉTIQUES

L'indicateur synthétique du climat des affaires se replie depuis le pic historique enregistré en juillet 2000. Bien que l'indicateur soit encore supérieur en niveau à sa moyenne de long terme, le rythme de la dégradation du climat conjoncturel s'est accéléré au printemps de 2001.

Note de lecture : l'indicateur synthétique du climat des affaires est calculé par analyse factorielle. Cette technique permet de résumer l'évolution concomitante de plusieurs variables, ici les soldes d'opinion issus de l'enquête mensuelle dans l'industrie, dont les mouvements sont très corrélés ; l'indicateur décrit, en une variable unique, la composante commune des soldes d'opinion sélectionnés. Plus sa valeur est élevée, plus les industriels considèrent favorablement la conjoncture. Sa moyenne de long terme est égale à 100 ; 10 points de variation correspondent à un écart-type.

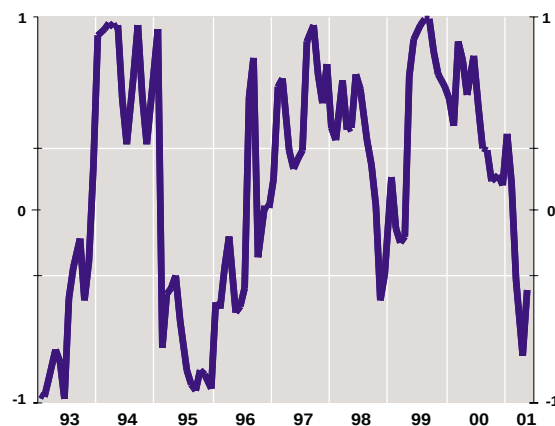
INDICATEUR SYNTHÉTIQUE DU CLIMAT DES AFFAIRES
industrie manufacturière - Mai 2001



Depuis le mois de juillet 2000, l'indicateur de retournement de conjoncture était entré dans une zone d'incertitude conjoncturelle. Depuis le mois d'avril 2001, le diagnostic semble plus tranché : en se rapprochant nettement de -1, l'indicateur conduit désormais à privilégier l'hypothèse d'une nette décélération de l'activité.

Note de lecture : L'indicateur de retournement tente de détecter le plus tôt possible le moment où la conjoncture industrielle se retourne. C'est une variable qualitative non directement observée, calculée à l'aide de soldes d'opinion issus de l'enquête mensuelle dans l'industrie. L'indicateur se présente sous la forme d'une courbe, retraçant à chaque date la différence entre la probabilité pour que la phase conjoncturelle soit favorable et la probabilité pour qu'elle soit défavorable. Il évolue donc entre +1 et -1 : un point très proche de +1 (resp. de -1) signale que l'activité est en période de nette accélération (resp. de nette décélération). Les moments où l'indicateur est proche de 0 sont assimilés à des phases d'incertitude pendant lesquelles les signaux reçus sont très variés et ne font donc état d'aucun mouvement prononcé, à la hausse ou à la

INDICATEUR DE RETOURNEMENT DE CONJONCTURE
Industrie manufacturière -Mai 2001



baisse. La valeur de l'indicateur pour le dernier mois peut être révisée le mois suivant, si bien qu'il convient d'attendre au moins deux mois consécutifs pour pouvoir interpréter une ample variation comme le signal d'un changement conjoncturel important. ■

DES PRÉVISIONS DE MARS... AUX RÉVISIONS DE JUIN

Le scénario de croissance française du premier semestre de 2001 a été nettement révisé à la baisse. En glissement sur la première moitié de l'année, le PIB ne devrait progresser que de 0,9%, contre 1,5% envisagé en mars. La baisse de la croissance enregistrée en début d'année est due à une réaction des entreprises au ralentissement international, plus franche et plus rapide que prévu, se traduisant dans les comportements de stocks et d'investissement. Par ailleurs, les enquêtes de conjoncture disponibles depuis le mois d'avril ont révélé une nette détérioration des anticipations des entrepreneurs dans tous les secteurs d'activité.

Les révisions les plus amples portent sur les flux de commerce extérieur : le fort ralentissement jusqu'ici décrit sur les exportations et les importations fait place à une réelle contraction. La contribution nette de l'extérieur, moins négative que prévue en mars dernier, ainsi que celle des stocks, plus négative, doivent être lues en regard l'une de l'autre : elles sont affectées par des livraisons exceptionnelles d'Airbus en début d'année. Hors ce phénomène ponctuel, peu lié à la dynamique conjoncturelle du moment, ces contributions sont proches de celles anticipées en mars, un peu plus négative pour ce qui est du solde du commerce extérieur.

Le diagnostic d'une forte croissance de la consommation des ménages français au premier semestre est confirmé. Celle-ci s'adosse sur une forte progression du revenu, légèrement plus riche en salaires qu'attendu. En revanche, reflet d'une incertitude accrue, l'investissement des entreprises est bien moins dynamique que prévu.

Cette révision à la baisse du rythme d'investissement français s'explique sans doute en partie par l'assombrissement des perspectives européennes de demande intérieure. En zone euro, le PIB ne croîtrait que de 0,7%, contre 1,2% attendu au mois de mars. À la différence de la France, les révisions portent davantage sur la consommation des ménages, qui ne connaîtrait pas le rebond prévu lors de la dernière note de conjoncture. Celle-ci a souffert des difficultés du marché de l'emploi en Allemagne, ainsi que d'un surcroît d'inflation dans toute la zone euro.

En effet, l'inflation est revue en hausse en France et plus encore en zone euro sur le premier semestre, sous l'effet de chocs d'offres négatifs. Le prix du baril de Brent s'est

maintenu à un niveau élevé, alors que l'industrie pétrolière rencontrait des difficultés passagères. Parallèlement, les épidémies de fièvre aphteuse et de mauvaises conditions climatiques ont provoqué une forte hausse des prix dans l'alimentation. ■

(évolutions en glissement semestriel (%) ou unités indiquées)

	Premier semestre 2001	
	mars 2001	juin 2001
Pétrole : prix du baril de "brent daté" en dollars ⁽¹⁾	25,0	26,6
Taux de change euro/dollar ⁽¹⁾	0,95	0,85
Biens et services		
PIB	1,5	0,9
Importations	3,6	-1,2
Consommation des ménages	1,9	2,0
FBCF totale	2,6	1,2
dont : SNF-EI	4,1	1,0
Exportations	2,6	-1,4
Contribution des stocks à la croissance du PIB	-0,1	-0,6
Demande intérieure hors stocks	1,8	1,6
Produits manufacturés		
Production	1,7	0,5
Consommation des ménages	3,0	2,3
Coût d'exploitation unitaires ⁽²⁾	0,5	0,7
Prix de production	0,9	0,6
Inflation (indice d'ensemble) ⁽³⁾	1,5	2,2
Inflation sous-jacente ⁽³⁾	1,3	1,5
Salaire mensuel de base	1,1	1,5
Effectif salarié des secteurs essentiellement marchands	1,4	1,2
Taux d'épargne ⁽¹⁾	16,4	16,7
Solde extérieur : ensemble des biens (milliards de francs)	-27,0	1,9
Zone euro		
PIB	1,2	0,7
Consommation des ménages	1,5	0,8
Inflation : indice d'ensemble ⁽³⁾	2,1	3,0
Inflation : indice sous-jacent ⁽³⁾	1,6	2,0

■ Prévision

(1) en moyenne semestrielle

(2) hors prélèvements obligatoires

(3) en glissement annuel fin de semestre