



Fiches

Thématiques



Environnement international de la zone euro

La conjoncture mondiale se retourne en début d'année sous l'effet combiné du ralentissement américain et de l'inflexion de la demande mondiale en produits de nouvelles technologies. Ces deux facteurs resteraient à l'œuvre dans les trimestres à venir, si bien que la reprise de l'activité ne devrait pas se manifester avant l'année prochaine. La demande mondiale adressée à la zone euro demeurerait faible.

Cependant, certains pays résistent mieux que d'autres. Cette diversité traduit les différences d'exposition aux deux facteurs du retournement actuel. Les économies asiatiques, très tournées vers les États-Unis et fortement productrices de matériel électronique, sont particulièrement touchées par cette fin de cycle, d'autant que la demande intérieure y est encore fragile. L'Amérique latine hors Mexique constitue un ensemble plus fermé mais plus endetté vis à vis de l'extérieur : elle pourrait donc souffrir davantage des effets d'un accroissement de la pression financière.

En Europe, le Royaume-Uni pâtit de son exposition au marché américain, ainsi que des conséquences de la fièvre aphteuse et de sa spécialisation en services financiers. La bonne tenue de la demande intérieure permettrait toutefois d'amortir une partie de ces facteurs négatifs. Les pays d'Europe centrale et orientale seraient moins directement exposés à la conjoncture mondiale dans son ensemble, mais souffriraient du net ralentissement de l'activité dans la zone euro.

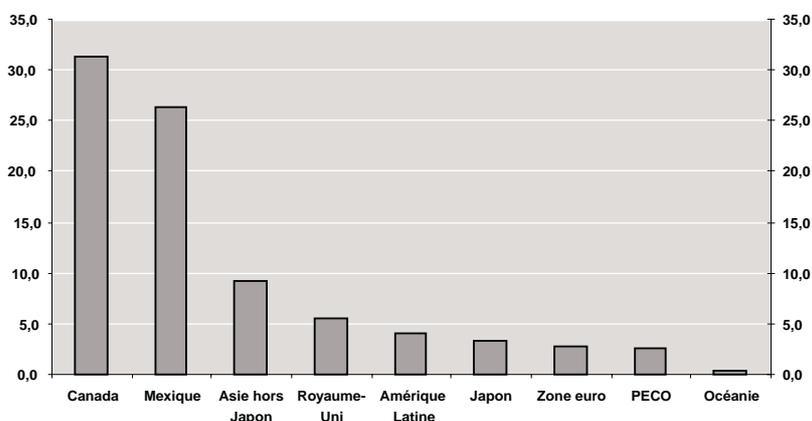
États-Unis : une reprise peu probable d'ici la fin de l'année

Au premier trimestre de 2001, l'économie américaine continue de progresser sur un rythme annuel compris entre 1 et 1,5%. Ce ralentissement, amorcé au second semestre de 2000, provient de la brusque inflexion de l'effort d'équipement des entreprises américaines et d'un fort mouvement de déstockage. Au premier trimestre, la consommation des ménages, quoiqu'en décélération, s'est maintenue sur un rythme annuel dynamique de 3%. Le tassement du revenu disponible, ainsi que le niveau très bas de l'épargne des ménages, suggèrent un ralentissement plus prononcé de la consommation dans les trimestres à venir. La forte détente monétaire mise en œuvre par la Fed depuis janvier dernier et les baisses d'impôts qui devraient intervenir durant le second semestre ne commenceraient à faire sentir leurs effets qu'en toute fin d'année. En tout état de cause, l'économie américaine ne se redresserait donc pas avant l'année prochaine.

L'industrie américaine est en récession depuis le quatrième trimestre de 2000. L'effort d'équipement des entreprises américaines s'est considérablement réduit, passant d'un rythme annuel supérieur à 15% jusqu'au premier semestre de 2000 à un recul de 2,6% au premier trimestre de 2001 (cf. graphique 2).

L'investissement en équipement ne devrait pas se ressaisir à l'horizon de la prévision. Les perspectives de demande finale demeurent moroses (le NAPM ne

EXPOSITION AU MARCHÉ AMÉRICAIN
Part des exportations à destination des États-Unis dans le PIB



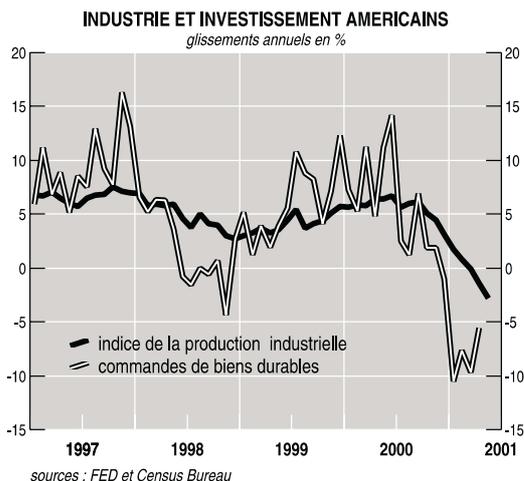
sources : OCDE et Direction de la prévision

s'est pas redressé) et les profits des entreprises se dégradent (en recul de 4,6% au premier trimestre), limitant les possibilités d'autofinancement de l'investissement. Le ralentissement des baisses de prix dans le secteur informatique, amorcé dès 1999 (cf. graphique 3), a sans doute pesé sur l'inflexion actuelle de la demande de ces équipements. Parallèlement, la morosité des cours boursiers et la défiance soudaine des investisseurs à l'égard des nouvelles technologies a pesé sur l'offre de crédit. Face à un marché obligataire asséché, les entreprises ont dû reporter leurs besoins de financement sur les lignes de crédit consenties par leurs banques. De fait, depuis la fin 2000, le crédit aux entreprises accélère à nouveau, sans que ceci traduise une volonté des banques de se substituer aux marchés pour financer les projets de long terme. L'éclatement de la bulle spéculative les a mises en situation difficile et les contraint à donner la priorité à la consolidation de leur actif en provisionnant des créances douteuses. Au total, la crise actuelle de l'investissement provient d'une faiblesse concomitante de l'offre globale (ie y compris désintermédiée) et de la demande de crédit.

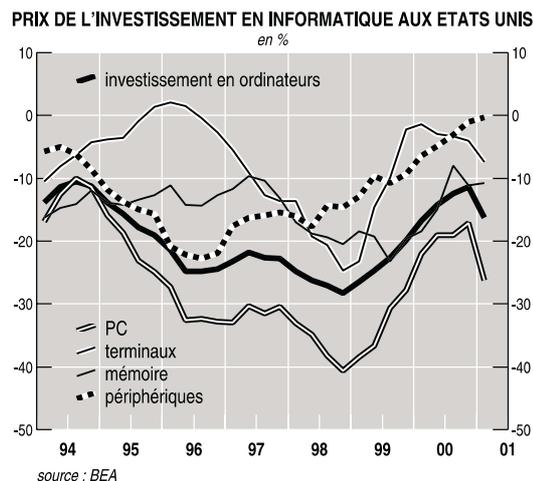
La Réserve Fédérale ne suffira sans doute pas à relancer l'investissement en équipement en 2001. Tout d'abord, le canal habituel du crédit est affaibli car plus de la moitié du crédit aux entreprises passe par le marché obligataire. Ce haut niveau de désintermédiation rend l'offre de crédit plus pro-cyclique en faisant augmenter plus fortement la prime de risque en période conjoncturelle défavorable (cf. graphique 4). Reflétant une incertitude accrue, l'écart entre les taux obligataires des entreprises notées BAA et AAA par Moody's s'établit actuellement aux alentours de 90 points de base.

Théoriquement, la politique monétaire peut agir via un second canal de transmission : en faisant varier les taux d'intérêts, la Fed peut influencer le prix des actifs et affecter la valeur du patrimoine des agents économiques, cette valeur affectant à son tour significativement leurs capacités d'endettement. Ce phénomène est particulièrement important aux États-Unis (et au Royaume-Uni), où les ménages peuvent garantir leurs crédits à la consommation par des actifs financiers ou immobiliers. Les cinq bais-

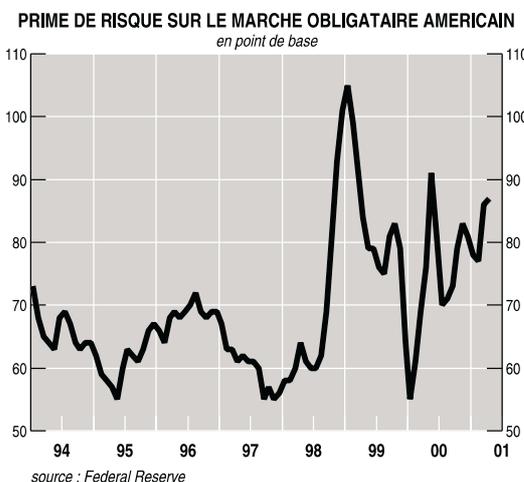
2



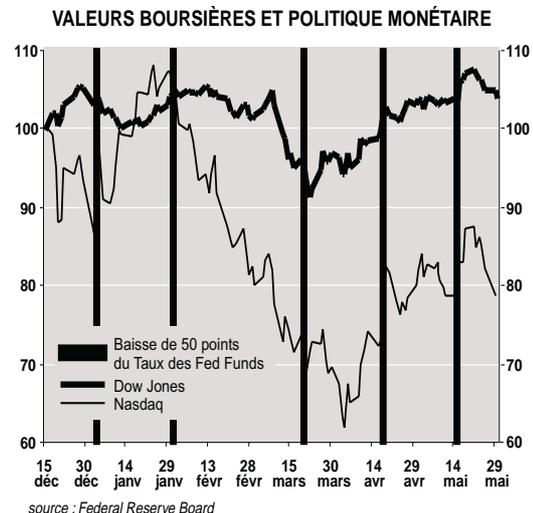
3



4



5



ses de 50 points de base sur le taux de Fed Funds depuis le début de 2001 traduisent sans doute pour partie une volonté de soutenir les cours boursiers. Cependant, ce second canal du crédit est d'une utilisation plus risquée, car il peut alimenter une bulle spéculative. Il semble de plus moins efficace. En réalité, les réactions du Nasdaq aux baisses de taux, bien qu'en général positives, sont de faible ampleur au regard des variations hebdomadaires de l'indice (cf. graphique 5). L'influence des mouvements de taux courts sur le Dow Jones est encore moins nette.

Les capacités de la Fed à assouplir réellement les conditions de financement de l'investissement des entreprises demeurent donc limitées. De mauvaises nouvelles sont également à attendre du côté de l'investissement résidentiel, qui a connu un sursaut au premier trimestre de 2001. Ce sursaut s'expliquait par l'effet retardé des baisses de taux long intervenues tout au long de 2000. Avec les tensions sur le marché obligataire, ce mouvement devrait s'interrompre. En outre, le recul de l'emploi et l'atonie boursière devraient peser sur la construction résidentielle. Après avoir côtoyé des maxima historiques, les ventes de maisons neuves se dégradent de 10% au mois d'avril et les mises en chantier s'infléchissent depuis le mois de février.

La consommation des ménages devrait à son tour peser sur l'activité. En mars et avril derniers, l'emploi privé non agricole recule à deux reprises, pour la première fois depuis le début 1991. En glissement annuel, sa progression est revenue à 0,6% et cesse de jouer son rôle de moteur du revenu. Parallèlement, le fort niveau de l'inflation (3,6% en mai), bien qu'en léger repli, continue de peser sur les salaires réels. Au total, la masse salariale réelle ne progresse plus qu'à un rythme de 1% au début de 2001 (cf. graphique 6). La consommation privée ne peut dès lors plus soutenir son rythme actuel (environ 3% au premier trimestre de 2001) sans détérioration supplé-

PIB D'AUTRES RÉGIONS DU MONDE

(variations annuelles en %)

| | Moyennes annuelles | | |
|--------------------------------------|--------------------|------|------|
| | 1999 | 2000 | 2001 |
| Pays en transition | 3,3 | 6,4 | 3,2 |
| Russie | 3,5 | 7,7 | 3,4 |
| Europe centrale | 3,0 | 4,1 | 2,6 |
| Asie émergente⁽¹⁾ | 5,3 | 6,5 | 3,2 |
| Amérique latine⁽²⁾ | 0,4 | 4,4 | 3,8 |

■ Prévission

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

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

Source : Direction de la Prévission

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⁾ | | | |
|--------------------|------|------|---------------------------|--|--------------------|--------------------|--------------------|
| 1999 | 2000 | 2001 | | 2000 | | 2001 | |
| | | | | 1 ^{er} S. | 2 nd S. | 1 ^{er} S. | 2 nd S. |
| | | | ÉTATS-UNIS (34,0%) | | | | |
| 4,2 | 5,0 | 1,6 | 2,6 | 0,8 | 0,6 | 0,7 | |
| 10,7 | 13,5 | 2,3 | 7,2 | 3,7 | -1,1 | 2,8 | |
| 5,3 | 5,3 | 2,5 | 2,6 | 1,8 | 1,0 | 0,6 | |
| 3,3 | 2,8 | 2,7 | 0,9 | 0,4 | 1,7 | 1,3 | |
| 9,2 | 9,3 | 1,6 | 6,6 | 0,5 | 0,8 | 0,3 | |
| 2,9 | 9,0 | 2,3 | 4,9 | 1,7 | 0,1 | 3,2 | |
| 5,7 | 5,7 | 2,4 | 3,1 | 1,4 | 1,1 | 0,7 | |
| -0,4 | 0,2 | -0,7 | 0,0 | -0,2 | -0,7 | 0,1 | |
| -1,2 | -1,0 | -0,1 | -0,6 | -0,4 | 0,2 | -0,1 | |
| | | | JAPON (17,2%) | | | | |
| 0,8 | 1,5 | 0,0 | 2,5 | 0,0 | -0,4 | 0,4 | |
| 2,9 | 9,9 | 2,5 | 4,3 | 6,4 | -3,2 | 0,7 | |
| 1,2 | 0,5 | 0,3 | 2,1 | -0,6 | 0,0 | 0,5 | |
| 4,0 | 3,6 | 1,7 | 2,2 | 1,4 | 0,3 | 0,7 | |
| -0,8 | 0,6 | 0,4 | 1,0 | 1,9 | -0,3 | -0,8 | |
| 1,3 | 12,1 | -0,4 | 8,4 | 1,1 | -2,7 | 2,3 | |
| 1,1 | 1,0 | 0,2 | 1,8 | 0,4 | -0,3 | 0,2 | |
| -0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| -0,1 | 0,4 | -0,3 | 0,5 | -0,4 | 0,0 | 0,2 | |
| | | | ROYAUME-UNI (5,6%) | | | | |
| 2,3 | 3,0 | 2,1 | 1,3 | 1,3 | 0,9 | 1,1 | |
| 8,1 | 9,6 | 7,1 | 5,4 | 3,2 | 3,3 | 2,5 | |
| 4,5 | 3,7 | 3,0 | 1,5 | 1,8 | 1,3 | 1,5 | |
| 4,0 | 2,7 | 3,0 | 1,2 | 1,7 | 1,1 | 2,0 | |
| 5,4 | 2,6 | 4,7 | -0,5 | 3,8 | 1,6 | 1,3 | |
| 4,0 | 8,4 | 5,0 | 5,2 | 3,3 | 1,5 | 1,6 | |
| 4,6 | 3,5 | 3,4 | 1,2 | 2,2 | 1,3 | 1,6 | |
| -0,7 | 0,4 | -0,2 | 0,5 | -0,8 | 0,3 | 0,0 | |
| -1,5 | -0,8 | -1,1 | -0,3 | -0,1 | -0,8 | -0,5 | |

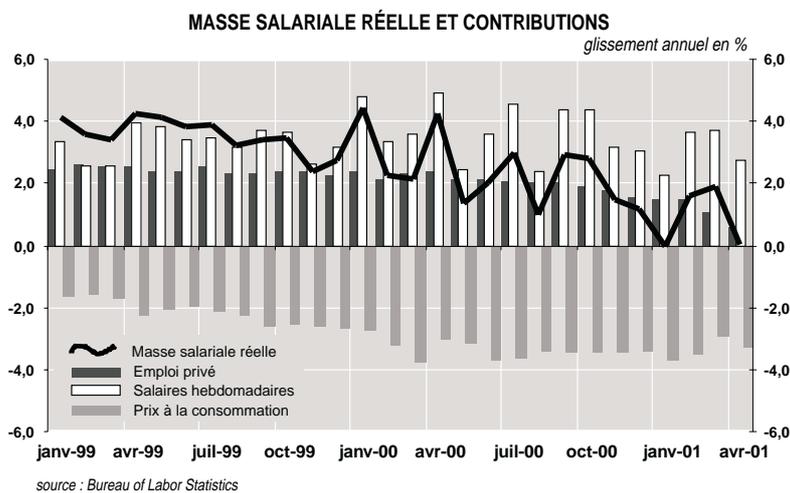
■ Prévission

(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

6



mentaire du taux d'épargne. Or le redressement du chômage, ainsi qu'un effet de richesse négatif, jouent désormais dans le sens d'une légère reconstitution de l'épargne des ménages. Dans son enquête de mai auprès des directeurs d'agence bancaires, la Fed note d'ailleurs un resserrement des prêts à la consommation.

Le revenu disponible devrait toutefois bénéficier des importantes baisses d'impôts sur le revenu décidées par l'administration Bush et votées le 26 mai par le Sénat et la Chambre des représentants. L'abaissement du taux marginal d'imposition le plus bas sera rétroactif sur 2001 : à partir du troisième trimestre, l'administration fiscale fera parvenir des chèques aux contribuables pour une valeur totale équivalente à 0,4 point de PIB. Mais dans le contexte actuel, ces réductions d'impôts devraient à la fois soutenir la consommation et grossir l'épargne des ménages, qui se substituerait alors à l'épargne publique. L'effet de ces baisses d'impôts sur la consommation au second semestre de 2001 serait donc légèrement positif, mais serait plus que compensé par le ralentissement de l'emploi.

Au total, la croissance de l'économie américaine devrait demeurer sur un rythme d'environ 1,5% jusqu'à la fin de l'année. Le mouvement de déstockage serait suivi, dès le deuxième trimestre, par le tassement de la consommation des ménages. L'investissement en équipement ne se redresserait pas, et l'investissement résidentiel se ferait moins dynamique. Le commerce extérieur ne soutiendrait pas l'activité, car la demande intérieure des principaux partenaires commerciaux des États-Unis est au moins aussi déprimée que la leur.

L'Asie est durement touchée par l'inflexion du commerce mondial

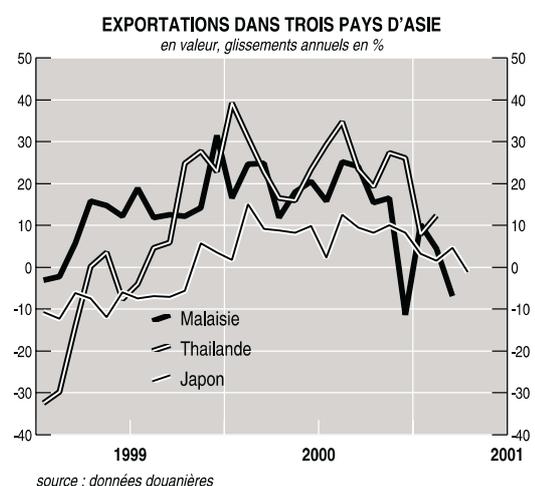
L'Asie est particulièrement touchée par le ralentissement de la demande de produits de nouvelles technologies au niveau mondial et par le ralentissement américain. Face à cette inflexion de la demande mondiale, la demande intérieure demeure peu autonome, handicapée par la mauvaise santé des secteurs

bancaires. Cette grille de lecture est valide pour la plupart des économies asiatique. Le Japon en constitue un cas extrême. Le ralentissement économique se poursuivrait dans cette zone, la reprise ne se manifestant pas avant 2002.

Au mois d'avril, les exportations de la plupart des pays d'Asie ont rejoint un taux de croissance -glissement annuel- proche de 0% (cf graphique 7). Le ralentissement est particulièrement net pour la Corée et Singapour, puisque les exportations de ces deux pays passent d'un rythme de 40% à l'été de 2000, aux alentours de 0% au printemps 2001. Il est un peu moins fort à Hong Kong et en Thaïlande, où les nouvelles technologies occupent une place moins importante.

En Asie, la production manufacturière avait commencé à ralentir dès le début de 2000, en particulier à Hong Kong, et dans une moindre mesure à Singapour. A l'automne 2000, la demande mondiale s'est plus fortement infléchie, accentuant le tassement de l'activité dans le secteur manufacturier. En Malaisie, à Singapour et à Taïwan, le glissement de la production manufacturière passe ainsi de 20% à l'été 2000, à 0% au tournant de 2001 (cf. graphique 8).

7



Ces trois derniers pays sont, avec la Corée, les plus gros exportateurs de composants électroniques et de nouvelles technologies de l'Asie hors Japon. De manière générale, l'Asie émergente et le Japon sont spécialisés dans la production de matériel électronique. En Malaisie et à Singapour, la valeur ajoutée dans le secteur de l'électronique dépasse 10% du PIB. L'importance du facteur technologique dans la fin du cycle actuel pèse donc particulièrement sur la conjoncture asiatique. Par exemple, la production de matériel électronique, qui progressait à près de 50% au printemps de 2000 à Taïwan et Singapour, stagne en début 2001 (cf. graphique 9).

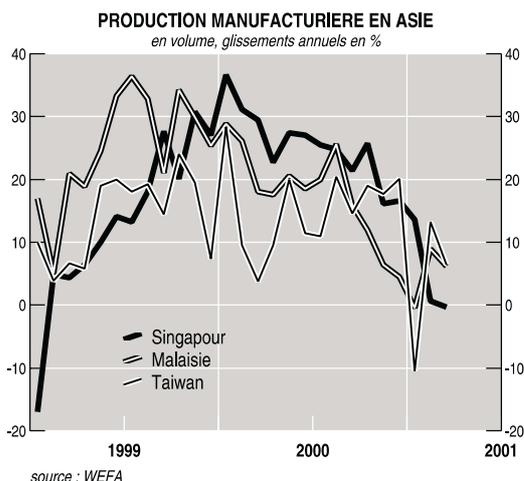
Le ralentissement de la demande mondiale adressée à l'Asie provient en grande partie du ralentissement de l'économie américaine. En effet, les pays d'Asie émergente sont particulièrement exposés au marché américain, qui concentre près de 40% de leurs exportations. Etant donné le fort degré d'ouverture de ces économies, les exportations à destination des États-Unis y représentent près de 10% du PIB⁽¹⁾. Le cas du Japon est légèrement différent : bien que les exportations à destination des États-Unis totalisent 30% du total, le faible degré d'ouverture de ce pays

réduit la part du marché américain dans les débouchés des entreprises japonaises à 3%. Néanmoins, étant donnée la faiblesse de la demande intérieure au Japon, les exportations jouent actuellement un rôle plus important que ce chiffre ne le suggère, d'autant que l'autre grande partie des exportations japonaises se fait à destination de l'Asie du Sud-Est.

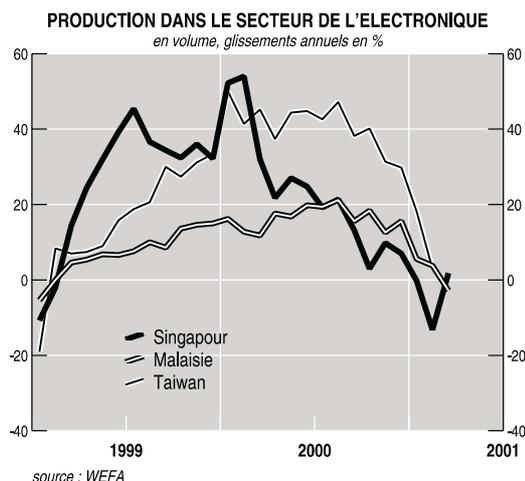
Face à ce tassement des exportations pour l'ensemble des pays d'Asie, la demande intérieure apparaît peu en mesure de constituer un socle solide de croissance. L'investissement continue de pâtir des répercussions de la crise asiatique de 1997 (cf. graphique 10) : le secteur bancaire concentre ses efforts sur la résorption de ses créances douteuses, en particulier en Thaïlande, en Corée, en Indonésie et à Taïwan. Les liquidités font dès lors défaut pour financer l'investissement, d'autant que les actifs (immobilier, actions) qui pourraient faire l'objet de garanties ont eux aussi perdu de leur valeur depuis 1997. La situa-

(1) À Singapour, aux Philippines et en Malaisie, les exportations vers les États-Unis totalisent respectivement 22, 17 et 28% du PIB

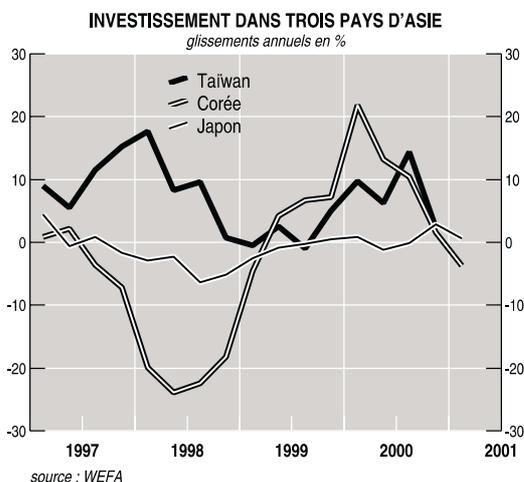
8



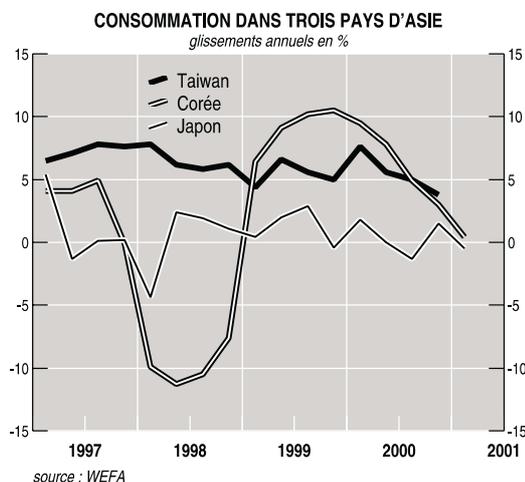
9



10



11



tion est similaire au Japon, depuis l'éclatement de la bulle financière et immobilière de la fin des années 1990. Au total, les crédits consentis aux entreprises continuent d'être peu dynamiques et brident l'investissement. Seuls Singapour et Hong Kong semblent conserver un investissement dynamique au début de 2001 ; les entreprises de ces deux pays ont conservé une certaine marge de manœuvre financière car leurs monnaies avaient bien résisté face au dollar au cours de la crise, ce qui a limité la progression de leur endettement en devises.

L'inflexion de l'investissement s'accompagne du repli progressif de la consommation privée (cf. graphique 11). Le plus fort ralentissement s'observe en Corée, où la consommation privée passe d'un rythme de près de 10% en début 2000 à une quasi-stagnation en début d'année. Mais l'inflexion de la consommation est également manifeste à Hong Kong et Taïwan. Quant au Japon, la stagnation du revenu des ménages ne permet pas d'envisager une reprise de la consommation.

Amérique Latine : relative résistance sur fond d'incertitude financière

L'Amérique latine est moins exposée à cette fin de cycle que les économies asiatiques. Mis à part au Mexique, les États-Unis ne constituent qu'une faible part des débouchés de ces nations. Par ailleurs, elles sont peu productrices de nouvelles technologies si bien qu'elles sont relativement protégées des aléas du cycle actuel. Le principal risque pesant sur ces économies est une contagion de la situation argentine au reste du continent : une défiance accrue des investisseurs à l'égard des monnaies et de la dette sud américaines pourrait provoquer un durcissement de la politique monétaire pour rétablir la balance des capitaux et peser sur la demande intérieure.

Bien que les États-Unis représentent près de 40% de ses exportations, l'Amérique latine hors Mexique constitue un ensemble relativement plus fermé que les pays d'Asie émergente, et les clients américains ne totalisent que 4% des débouchés totaux, soit une exposition inférieure de moitié à celle de l'Asie. Le Mexique constitue un cas à part, car il est bien plus intégré à l'économie américaine. Depuis la création de l'ALENA, de nombreuses entreprises américaines ont délocalisé la partie la plus intensive en travail non qualifié au sud du Rio Grande. Dès lors, près de 26% du PIB mexicain consiste en biens intermédiaires et d'équipement produits à l'intention du marché américain. Le Chili est lui aussi un pays très ouvert au commerce international, avec des exportations totalisant 30% du PIB.

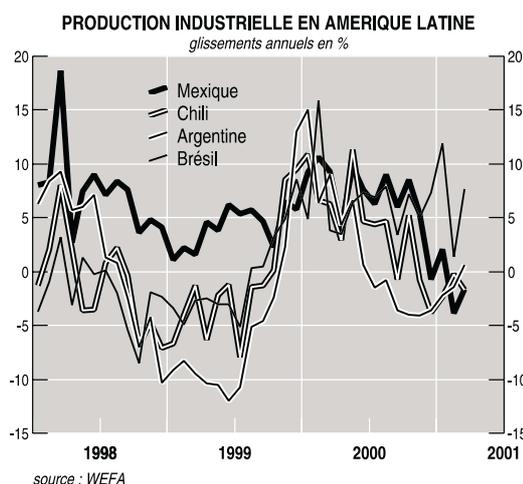
C'est donc dans ces deux pays que la production industrielle s'infléchit le plus rapidement (cf. graphique 12) : à l'automne de 2000 pour le Mexique, en parfait synchronisme avec l'économie américaine. Dans ce dernier pays, la situation est d'autant

plus préoccupante que la demande intérieure, jusqu'ici très dynamique, a commencé à s'infléchir au premier trimestre.

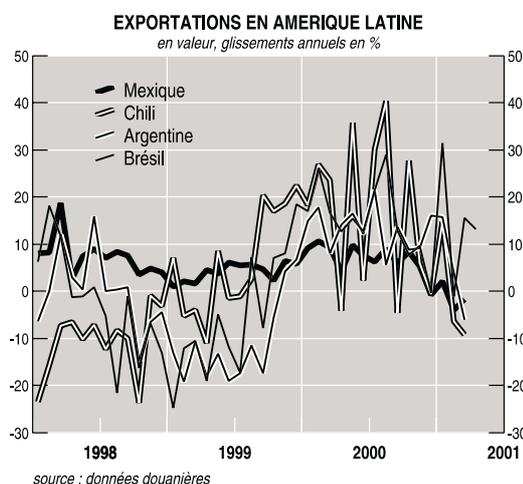
Le Brésil est quant à lui un pays relativement fermé : les exportations n'y dépassent pas 8% du PIB. Étant donnée la vigueur de la demande intérieure, la production industrielle continue de progresser sur un rythme d'environ 5%. En Argentine, autre pays relativement fermé, la production industrielle semble se ressaisir un peu, après près d'un an de récession.

L'économie argentine, en récession l'année dernière (de 0,5 point de PIB), pourrait connaître un redressement progressif de sa demande intérieure. En dépit de l'intervention du FMI et de la baisse des taux américains, la détente monétaire continue de se faire attendre. L'arrimage du peso au dollar manque toujours de crédibilité si l'on en juge par la fuite des capitaux. La détérioration de la balance des paiements s'est traduite mécaniquement, via le currency board, par une poursuite de la contraction de la base monétaire.

12



13



En réalité, le principal risque de ce scénario de “résistance sauf au Mexique” du continent est financier : l’Amérique latine est la zone émergente où la dette extérieure est la plus élevée par rapport aux exportations (cf. *tableau ci-contre*). La défiance des investisseurs vis-à-vis de la soutenabilité de la dette et du change argentins pourrait se diffuser aux autres pays du continent sud américain. Si un tel risque se matérialisait, les taux de changes se déprécieraient⁽²⁾ et les primes de risques s’accroîtraient, alourdissant la charge de la dette en dollar des entreprises. L’ajustement des comptes extérieurs nécessiterait alors un resserrement de la politique monétaire et une réduction de la demande intérieure, déjà fragile dans la plupart de ces pays.

Royaume-Uni : le socle de la consommation privée

L’économie britannique progresse de 0,4% au premier trimestre de 2001 et s’appuie sur une demande intérieure toujours dynamique. L’inflexion de la consommation des ménages est en partie compensée par un redressement temporaire de l’investissement, fin 2000-début 2001. Du fait de sa spécialisation à l’échelle internationale, le Royaume-Uni devrait connaître une inflexion particulièrement marquée de ses exportations, déjà entamée au premier trimestre de 2001. Cependant, la demande intérieure continue de s’adosser sur un revenu très dynamique et une politique budgétaire plus expansionniste. Au total, l’activité devrait donc s’établir sur une pente annuelle d’environ 2%.

Étant donnée sa spécialisation au niveau international, l’économie britannique est particulièrement touchée par la fin de cycle actuel. Même si la taille du secteur des nouvelles technologies (2,3% du PIB) n’y est pas plus importante qu’en zone euro (2,6%) ou aux États-Unis (4,3%), ce secteur a contribué de manière non négligeable à la croissance britannique au cours des quatre dernières années (de l’ordre de 0,4 point de PIB en moyenne). L’importance des services financiers dans les exportations et dans le PIB (supérieure à celle des États-Unis) constituerait également un handicap dans le contexte actuel : ce secteur avait en 2000 contribué à hauteur de 0,2% à la croissance britannique. L’inflexion de l’activité dans les fusions acquisitions et la morosité des marchés financiers devraient peser sur ses perspectives de croissance en 2001.

À ces évolutions est venue s’ajouter la crise de la fièvre aphteuse. Étant donnée la très faible importance de l’élevage dans l’économie britannique, l’impact direct de celle-ci est certes presque négligeable. Mais son effet induit sur le tourisme serait plus important, et devrait détériorer la balance courante.

ENDETTEMENT EXTÉRIEUR DE QUELQUES PAYS ÉMERGENTS

| | (en %) |
|--------------------|---------------------------------|
| | Dette extérieure / exportations |
| Argentine | 547 |
| Brésil | 314 |
| Chili | 150 |
| Mexique | 84 |
| Malaisie | 36 |
| Thaïlande | 70 |
| Corée | 68 |
| République Tchèque | 33 |
| Pologne | 87 |
| Hongrie | 70 |

source : FMI

L’investissement devrait demeurer en demi-teinte : l’incertitude portant sur l’environnement international, reflétée dans la forte inflexion des enquêtes auprès des industriels britanniques, conduit ceux-ci à repousser une grande partie de leurs projets d’investissements. Par ailleurs, la dégradation des profits (-3,3% en glissement annuel au quatrième trimestre de 2000 selon l’ONS) limite leurs capacités d’autofinancement.

Le soutien principal de l’économie britannique reste la consommation des ménages, qui s’appuie sur de fortes progressions du salaire réel. Certes, au quatrième trimestre de 2000, l’emploi total ne progresse que de 0,2% en glissement annuel, résultat d’une situation proche du plein emploi (le taux de chômage au sens du BIT s’établit à 5,3%). Reflets de ces tensions, et du faible niveau d’inflation, les salaires réels progressent quant à eux d’environ 2,5% en rythme annuel. Le faible niveau de l’inflation (le niveau élevé de la livre sur la période récente a permis d’importer de la désinflation), ainsi que la bonne tenue du marché du logement, indicateur important de la richesse des ménages, permet de tableer sur un comportement d’épargne stable, et donc sur une consommation relativement dynamique (autour de 0,6% par trimestre) à l’horizon de la prévision.

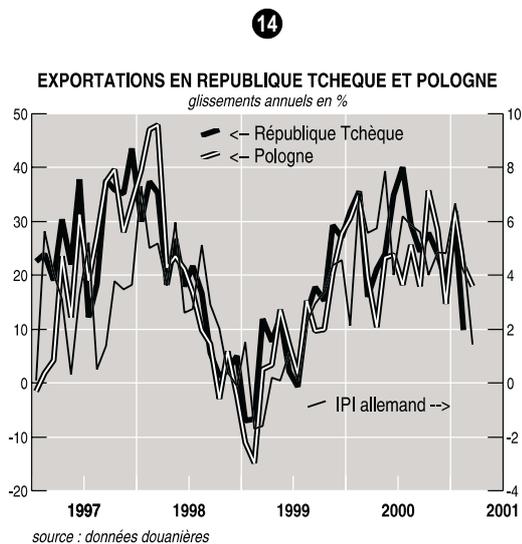
Par ailleurs, la politique budgétaire prendrait un tour plus expansionniste sur l’année fiscale avril 2001/avril 2002. D’après les règles budgétaires que s’est imposé le gouvernement, les 3 milliards de livres d’investissement public qui n’avaient pas été réalisées en 2000/2001 seraient réaffectées cette année. De plus, le produit des impôts s’est avéré inférieur de 1,6 milliard de livres aux prévisions pour 2000/2001, si bien que la base de calcul pour cette année fiscale devrait être réduite. L’excédent public pourrait ainsi se réduire en 2001/2002 d’environ 0,5 point de PIB (hors UMTS).

(2) Déjà, le Real brésilien a perdu plus de 20% de sa valeur par rapport au dollar depuis le mois de février 2001.

Europe Centrale et Orientale : dépendance vis à vis de la zone euro

Les pays d'Europe Centrale et Orientale ne sont pas directement exposés aux facteurs déterminant le retournement de la conjoncture mondiale : 75% de leurs exportations sont à destination de l'Europe, et les ventes aux États-Unis contribuent à hauteur de 2,6% au PIB de cette zone. De plus, ces pays sont relativement peu producteurs de nouvelles technologies. Enfin, leur situation extérieure les rend moins vulnérables à la pression financière et à une éventuelle crise de change que certains pays d'Amérique latine (cf. tableau page précédente).

Pour autant, sous l'effet du ralentissement en Europe occidentale, la situation en Europe Centrale et Orientale devrait se ternir au cours de l'année 2001, d'autant que ces pays sont particulièrement exposés à l'économie la moins dynamique de la zone euro : l'Allemagne. En République Tchèque et en Pologne, la production industrielle progresse encore au printemps sur un rythme d'environ 5%, mais les exportations ont déjà commencé à décélérer au début de l'année (cf. graphique 14). La consommation privée



reste toutefois dynamique dans ces deux pays, la demande intérieure venant amortir quelque peu l'effet du ralentissement européen.

Au total, la croissance en Europe de l'Est s'infléchirait en 2001, sur une pente d'à peine 3%, après 4% l'an passé. ■

Conjoncture dans la zone euro

Partie d'une pente proche de 3½% au premier semestre, la croissance de la zone euro est revenue à 2½% au second semestre de l'an passé. Ce mouvement de ralentissement s'accroît en 2001, abaissant le rythme de croissance à 1% à l'été. Au total, la croissance devrait s'établir à un peu moins de 2% en moyenne annuelle.

Alors que le prélèvement pétrolier avait précipité la maturation du cycle industriel et ralenti la consommation l'an passé, l'inflexion de la demande mondiale adressée à la zone pèse désormais sur sa croissance. Ce ralentissement de la demande extérieure n'est pas compensé du côté de la demande des ménages, sauf en France. Malgré les baisses d'impôts engagées dans plusieurs pays, celle-ci demeure fragilisée par une inflation plus élevée qu'attendue, sous l'effet d'un choc sur les prix alimentaires et le maintien de prix de l'énergie élevés. Ce contexte morose affecte le comportement des entreprises européennes : un mouvement de déstockage au premier semestre, couplé à un coup de frein sur l'investissement, accentue le ralentissement de l'activité en cours d'année. Néanmoins, le repli de l'inflation dans le courant du second semestre devrait redonner quelque vigueur à la consommation. Dans ces conditions, sans qu'on puisse parler de véritable reprise, l'activité tendrait à se raffermir en fin d'année.

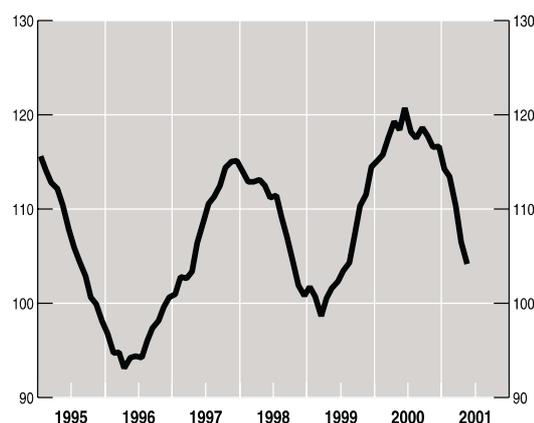
Cycle industriel : poursuite du ralentissement

La conjoncture industrielle s'est infléchié graduellement depuis l'été 2000. À l'orée du printemps, le repli de l'indicateur synthétique INSEE, qui résume les enquêtes de conjoncture auprès des industriels de la zone euro, s'est accentué.

De fait, la production industrielle de la zone euro s'établit au premier trimestre de 2001 sur une pente inférieure à +2% l'an (après environ +6% le précédent semestre) et, dans le même temps, le repli des commandes suggère que l'activité industrielle commencerait à décroître à compter du printemps.

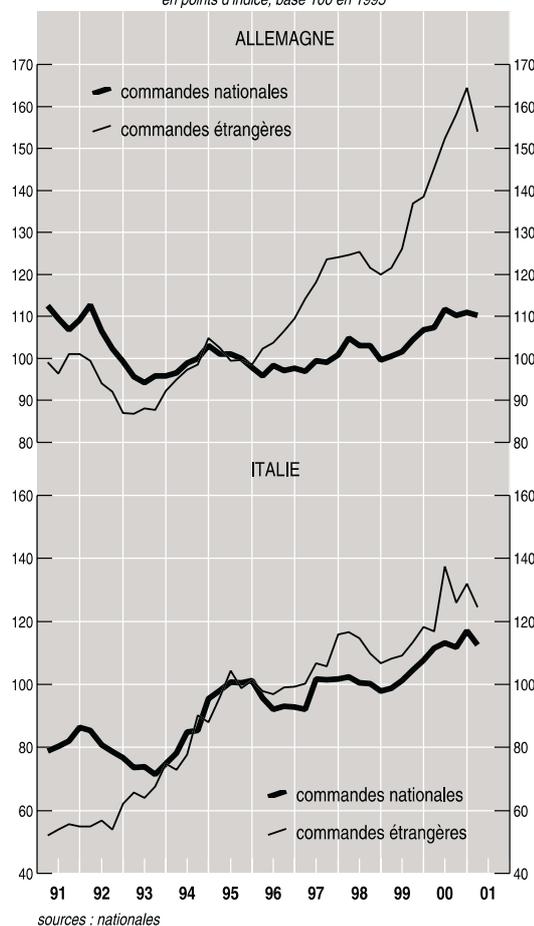
Toutefois, le léger redressement des perspectives de production enregistré fin mai dans une majorité de pays de la zone, s'il se confirmait, laisse espérer une stabilisation d'ici la fin de l'été.

INDICATEUR SYNTHÉTIQUE DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE EN ZONE EURO



COMMANDES

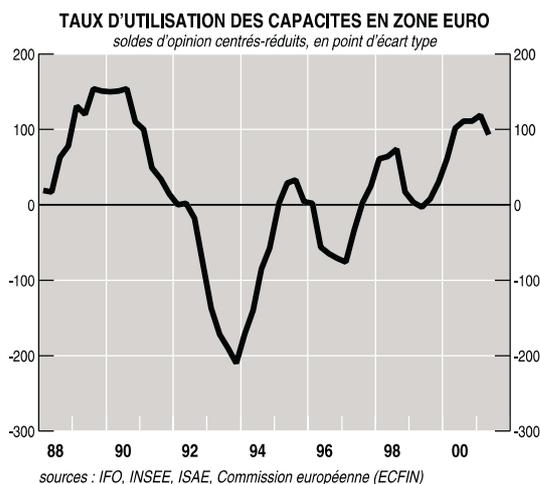
en points d'indice, base 100 en 1995



sources : nationales

Exportations : peu de perspectives d'amélioration d'ici la fin de l'année

Les exportations de la zone euro (y compris commerce intra zone) stagnent au premier trimestre, marquant un coup d'arrêt brutal aux fortes progressions enregistrées depuis le printemps de 1999. Ce mouvement provient avant tout de l'affaissement de la demande mondiale à compter de la fin de l'année dernière. Vient s'ajouter l'atténuation des effets bénéfiques de compétitivité-prix liés à la dépréciation passée de l'euro.



Dans un contexte de conjoncture mondiale durablement déprimée, la demande mondiale adressée à la zone euro resterait mal orientée à l'horizon de la fin de l'année. L'accélération de la consommation des ménages pourrait toutefois venir soutenir les exportations intra zone en seconde partie d'année.

Au total, les exportations progresseraient de 4½% sur 2001 (contre près de 12% en 2000), mais ce chiffre encore positif en moyenne annuelle cache un profil plat sur l'ensemble de l'année.

Consommation privée : légère consolidation

Après quatre années de baisse ininterrompue, le taux de chômage de la zone euro est resté stable à 8,5% entre octobre et février. En mars et avril, il recule à nouveau (8,3% en avril), mais le rythme de baisse du chômage, rapide jusqu'à l'automne 2000, s'est sensiblement atténué.

De fait, sous l'impact du ralentissement de la croissance au second semestre de 2000, le rythme des créations d'emplois s'est infléchi en début d'année. Au premier trimestre de 2001, les disparités nationales sont fortes : alors que l'emploi salarié privé demeure très dynamique en France, il recule en Allemagne. Le ralentissement conjoncturel en cours devrait continuer d'imprimer sa marque sur l'emploi

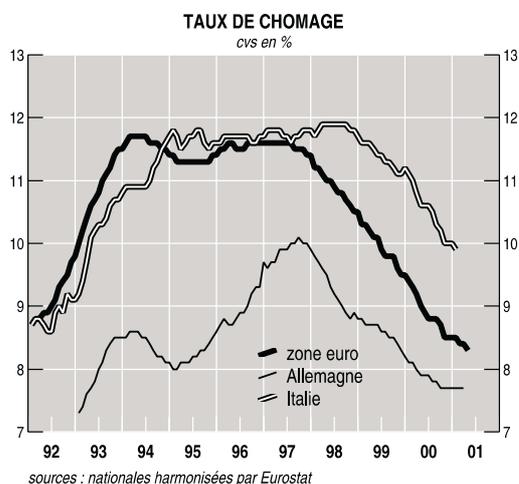
PRÉVISIONS POUR LA ZONE EURO

(variations annuelles et trimestrielles en %)

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

Prévision Insee

dans les trimestres à venir, même si les changements structurels intervenus au cours des dernières années sur un certain nombre de marchés du travail nationaux (notamment le développement des contrats à durée déterminée en Espagne et Italie), en enrichissant le contenu de la croissance en emploi, devraient permettre d'atténuer ce choc.



En 2000, les salaires n'ont pas enregistré de fortes progressions en zone euro. A la fin de l'année, ils progressaient en termes nominaux de 2,5% en glissement annuel. Alors que l'Allemagne connaissait des augmentations de salaires supérieures à la moyenne de la zone, la France, l'Italie et l'Espagne voyaient leurs salaires par tête progresser plus modérément, autour de +2% en fin d'année dernière.

En 2001, on observe d'ores et déjà des hausses de salaires dans certains pays, en liaison avec les renégociations de contrats consécutives aux hausses de prix enregistrées en 2000. Elles demeurent toutefois mesurées.

Le reflux de l'inflation attendu au premier semestre de 2001 n'a pas eu lieu. D'une part, le recul enregistré en début d'année sur les prix du pétrole a été suivi par un rebond dès le deuxième trimestre. D'autre part, la zone euro a fait face à un nouveau choc de prix, cette fois dans le secteur de l'alimentation. Ce choc résulte à la fois des effets des crises de l'ESB et de la fièvre aphteuse et d'une flambée des prix des produits frais, à la suite de conditions climatiques très défavorables au début du printemps. L'Alle-

PIB DES PRINCIPAUX PAYS DE LA ZONE EURO

(variations annuelles et trimestrielles en %)

| Variations annuelles | | Variations trimestrielles | | | | | | | |
|----------------------|------|---------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 2000 | 2001 | 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. |
| ALLEMAGNE | | | | | | | | | |
| 3,0 | 1,3 | 1,0 | 1,2 | 0,3 | 0,2 | 0,4 | 0,1 | 0,3 | 0,5 |
| 10,2 | 4,1 | 2,2 | 3,2 | 2,6 | 5,5 | -3,7 | 1,5 | 0,9 | 1,0 |
| 1,6 | 1,2 | 0,1 | 1,5 | -0,4 | 0,1 | 0,1 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| 1,4 | 1,2 | 1,7 | -0,2 | -0,6 | 0,7 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,3 |
| 2,4 | -1,6 | 1,6 | 0,0 | 0,8 | -0,1 | -2,4 | 0,2 | 0,4 | 0,7 |
| 13,2 | 5,1 | 4,4 | 2,8 | 2,8 | 4,5 | -0,7 | 0,0 | 0,4 | 0,8 |
| 1,7 | 0,5 | 0,8 | 0,8 | -0,1 | 0,1 | -0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,6 |
| 0,2 | 0,4 | -0,6 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | -0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| 1,0 | 0,4 | 0,7 | -0,1 | 0,1 | -0,3 | 1,0 | -0,4 | -0,2 | 0,0 |
| ITALIE | | | | | | | | | |
| 2,9 | 2,1 | 1,1 | 0,2 | 0,6 | 0,8 | 0,7 | 0,2 | 0,4 | 0,4 |
| 9,1 | 5,0 | -0,3 | 4,1 | 2,7 | 0,2 | 0,8 | 1,0 | 1,1 | 1,2 |
| 3,3 | 2,8 | 1,2 | 0,9 | 0,6 | 0,5 | 1,0 | 0,7 | 0,5 | 0,6 |
| 1,7 | 1,4 | 0,5 | 0,1 | 0,3 | 0,5 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| 6,1 | 4,1 | 2,0 | 1,2 | 0,6 | 0,1 | 1,6 | 1,2 | 1,1 | 1,1 |
| 10,4 | 4,2 | -0,2 | 2,4 | 7,7 | 1,3 | -1,3 | 0,0 | 0,3 | 0,6 |
| 3,5 | 2,8 | 1,2 | 0,8 | 0,5 | 0,4 | 1,0 | 0,7 | 0,6 | 0,6 |
| -1,0 | -0,5 | -0,1 | -0,2 | -1,3 | 0,1 | 0,2 | -0,2 | 0,0 | 0,0 |
| 0,3 | -0,2 | 0,0 | -0,5 | 1,4 | 0,3 | -0,6 | -0,3 | -0,2 | -0,2 |
| ESPAGNE | | | | | | | | | |
| 4,1 | 2,5 | 1,4 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| 10,4 | 4,8 | 1,1 | 1,8 | 2,9 | 0,6 | 0,8 | 1,0 | 1,2 | 1,3 |
| 4,0 | 1,7 | 1,7 | 0,6 | 0,2 | 0,1 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,6 |
| 2,6 | 1,7 | 0,4 | 1,0 | 0,7 | 0,5 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| 5,9 | 3,5 | 1,7 | 0,0 | 2,5 | -2,0 | 1,6 | 1,5 | 1,4 | 1,3 |
| 10,8 | 6,0 | 1,1 | 3,5 | 2,5 | 3,6 | -0,1 | 0,7 | 0,8 | 1,2 |
| 4,3 | 2,1 | 1,5 | 0,6 | 0,8 | -0,4 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 |
| -0,1 | 0,1 | -0,1 | -0,3 | 0,1 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| -0,1 | 0,3 | 0,0 | 0,5 | -0,2 | 0,9 | -0,3 | -0,1 | -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 18 juin 2001.

L'ÉVOLUTION DES REVENUS SALARIAUX DANS LA ZONE EURO EN 2000

Note technique sur les données : l'évolution des salaires de la zone euro est approchée ici à partir de l'indice des salaires calculé par Eurostat, pour l'ensemble des secteurs de l'économie à l'exception du secteur agricole. Il s'agit d'un indice trimestriel, disponible trois mois environ après le terme de la période à laquelle il se réfère. Aux niveaux nationaux, les méthodes de production des indices ne sont pas harmonisées. En particulier, les données peuvent émaner d'enquêtes auprès des entreprises ou de fichiers administratifs.

Les évolutions en matière d'emploi pour l'ensemble de la zone euro sont calculées ici comme la moyenne pondérée des évolutions observées pour les six principaux pays. L'emploi est considéré au sens des comptes nationaux, pour l'ensemble de l'économie (y compris agriculture, administration, éducation, santé et action sociale).

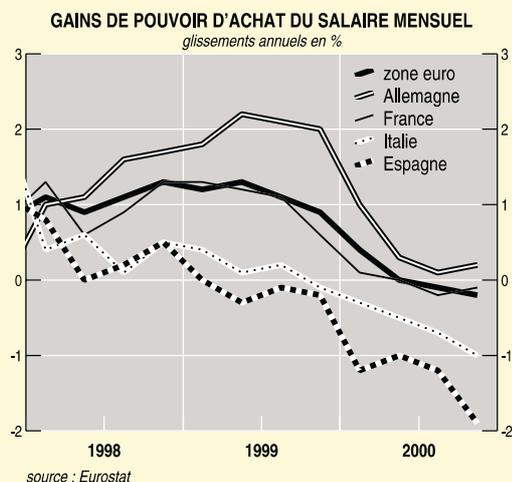
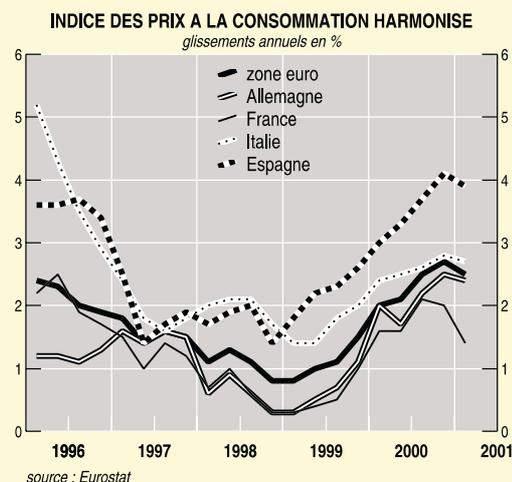
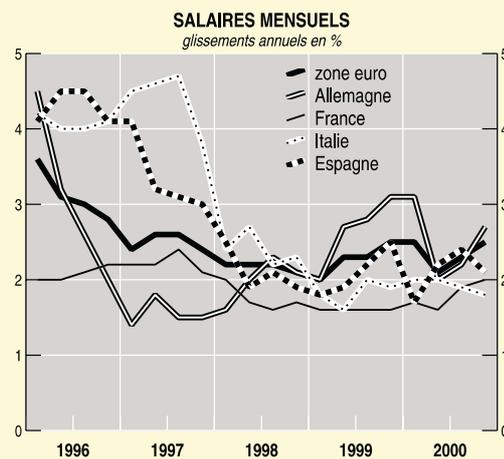
La progression des salaires mensuels nominaux a été stable en France, en Espagne et en Italie, de 1998 à 2000. Le profil apparaît plus heurté en Allemagne. Au total, pour la zone euro, les salaires mensuels ont progressé pendant cette période sur un rythme légèrement supérieur à 2% l'an. À la fin de 2000, le glissement annuel atteignait 2,5% l'an. La dispersion des évolutions salariales dans les pays autour de la moyenne de la zone est relativement faible. À la suite de la hausse des prix du pétrole, le choc d'inflation a affecté la plupart des grands pays de la zone de façons très comparables jusqu'à la fin 2000 : les indices de prix à la consommation harmonisés ont partout crû d'environ 1,5 point entre l'été 1999 et la fin de l'année 2000. Au début de 2001, en revanche, le reflux de cette inflation est un peu plus marqué en France qu'ailleurs.

Sous l'impact de la progression de l'inflation, les gains de pouvoir d'achat du salaire mensuel se sont réduits à partir de la mi-99 dans l'ensemble des grands pays de la zone. Avant le choc pétrolier, la progression des salaires réels était en France proche de la moyenne de la zone, nettement supérieure en Allemagne, et inférieure en Italie et en Espagne. Avec le choc pétrolier, leur évolution en glissement annuel est devenue quasi-nulle au quatrième trimestre de 2000 en France et en Allemagne, alors qu'elle était nettement négative en Italie et en Espagne.

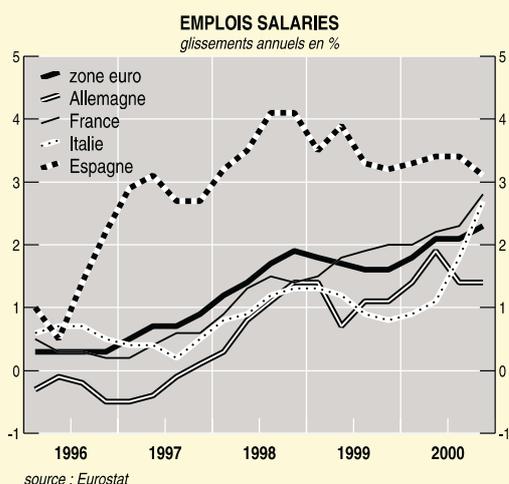
Au total, le choc pétrolier a écorné de presque un point et demi le pouvoir d'achat des salaires en zone euro en 2000. Le choc a été un peu plus fort en Allemagne, où les salaires avaient accéléré en 1999, ainsi qu'en Espagne où la progression de l'inflation a été un peu plus franche.

Les créations d'emplois salariés, tous secteurs confondus, sont restées bien orientées tout au long de 2000. Légèrement moins dynamiques en Allemagne que dans le reste de la zone euro, elles sont un peu plus fortes que la moyenne en France, et durablement plus vigoureuses en Espagne. En Italie, elles rejoignent le rythme de la zone en fin d'année.

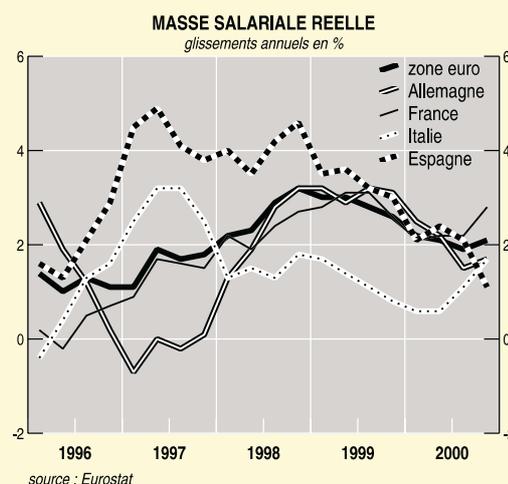
Au total, sous l'impact de la décélération des salaires réels, la masse salariale réelle perd un peu moins d'un point dans la zone euro entre le début de 1999 et la fin de 2000. Leur profil en France et en Allemagne sont remarquablement proches jusqu'à l'été 2000, mais ont divergé depuis.



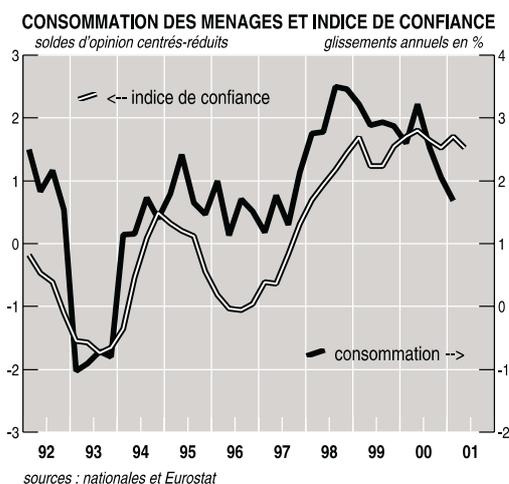
L'évolution des revenus salariaux dans la zone euro en 2000 (suite)



Fin 2000, la France connaissait une croissance de sa masse salariale réelle proche de 3% en variation annuelle, tandis que l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne se situaient au-dessous de 2%, moyenne de la zone.



Au premier semestre de 2001, la progression de l'inflation a sans doute induit dans la majorité des pays une nouvelle décélération des revenus salariaux. ■



La France a été particulièrement affectée : habituellement "bonne élève" en matière de prix, son inflation atteignait 3,6% (IPCH) en mai.

Dans ces conditions, la consommation européenne, qui avait fléchi sensiblement au second semestre de 2000 sous l'impact du prélèvement pétrolier, reste sur un rythme de croissance faible au premier trimestre (+1,3% en rythme annualisé), malgré les baisses d'impôts mises en œuvre dans plusieurs des grands pays de la zone euro. Les différences de rythme de consommation au début de l'année semblent d'ailleurs directement liées à l'ampleur des variations de prix. Le résultat global est grevé par le fort recul des achats enregistré aux Pays-Bas (-1,7% au premier trimestre), consécutif au relèvement du

taux de TVA (l'inflation hollandaise est passée au-dessus des 5% à la suite de cette mesure). À l'inverse, en France où le glissement annuel des prix avait perdu un point de novembre à décembre 2000, la consommation a très nettement accéléré.

La normalisation des prix alimentaires et un recul des prix des produits pétroliers en seconde partie d'année devraient redonner du pouvoir d'achat aux ménages européens. Dans ces conditions, les allègements d'impôts pourraient faire sentir leurs effets et induire une réaccélération de la consommation. Sa progression rejoindrait un rythme de l'ordre de 2,5% au second semestre. Ce scénario suppose toutefois que la confiance des ménages européens ne s'érode pas trop avec l'inflexion enregistrée sur le front de l'emploi.

Coup de frein sur la demande des entreprises

Face à une nette détérioration de la demande extérieure et à une consommation qui tarde à se reprendre, les entreprises ont freiné leur demande dès le début de cette année, accentuant ainsi la tendance au ralentissement. Un cycle de déstockage s'est enclenché dans la branche des biens intermédiaires, classiquement plus dépendante du cycle industriel mondial. L'investissement a subi un choc à la baisse (-0,9% au premier trimestre). L'ampleur de ce mouvement a été accentuée par le recul enregistré dans le secteur de la construction en Allemagne, induit par des conditions climatiques défavorables, de sorte qu'un rebond technique pourrait intervenir au

deuxième trimestre. Il demeure que la tendance sous-jacente de l'investissement productif s'inscrit au-dessous de celle observée depuis 1998. Dans l'ensemble des pays de la zone, les taux d'utilisation des capacités se sont détendus au premier trimestre 2001, alors qu'ils étaient restés à des niveaux historiquement élevés tout au long de 2000. De plus, les anticipations du secteur des biens d'équipement, qui résistaient plutôt bien jusque là, se retournent plus nettement depuis mars dernier.

En seconde partie d'année, la croissance de l'investissement pourrait retrouver un peu de vigueur à mesure que la demande des ménages se raffermirait. Ce mouvement serait également favorisé par les besoins de remplacement d'équipements liés au passage à l'euro.

Au final, la demande intérieure, après avoir sensiblement ralenti au premier semestre, retrouverait des pentes de croissance de l'ordre de +2% en seconde partie d'année.

Importations : ralentissement

Les importations (y compris commerce intra zone) reculent fortement au premier trimestre dans la zone euro. Cette baisse provient pour partie du mouvement de déstockage enregistré dans la branche des biens intermédiaires. Elle vient sans doute également corriger les fortes progressions enregistrées au deuxième semestre de 2000 (+12% en rythme annualisé), dans un contexte où la demande intérieure s'inscrivait pourtant déjà en ralentissement.

Avec la fin du cycle de déstockage et le raffermissement modéré de la demande intérieure, les importations reviendraient sur une pente de l'ordre de +3½% en seconde partie d'année.

Dans un contexte où les exportations restent très déprimées, le solde extérieur contribuerait donc à limiter la croissance de la zone euro au second semestre. Au total, celle-ci, après être passée par un creux autour de 1% au milieu de 2001, resterait sur un rythme faible, de l'ordre de 1,5% en fin d'année. ■

Prix à la consommation au sein de la zone euro

A la fin de l'année 2000, l'inflation dans la zone euro a épousé le profil de baisse des prix du pétrole, pour revenir à +2,4% en janvier 2001. Ce repli s'est interrompu dès le mois de février. Avec le dynamisme des prix de l'alimentation, puis de l'énergie au printemps, l'inflation est repartie à la hausse pour atteindre en mai +3,4%.

L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) progresse au premier semestre, passant de +1,5% en décembre 2000 à +2,1% en mai 2001. Ce redressement progressif tient à des mesures fiscales spécifiques à certains pays (Pays-Bas) et au reliquat des effets du choc pétrolier de l'année 2000. Au second semestre, en dépit d'une légère accélération des salaires, l'inflation sous-jacente se stabiliserait en raison du fléchissement de la conjoncture.

L'inflation devrait rester soutenue tout l'été, le recul n'intervenant qu'à l'automne. Sous l'hypothèse d'un taux de change de l'euro à 0,88\$ et d'un retour des prix du Brent à 25\$/bl au second semestre, l'inflation serait de +2,3% en décembre 2001, la contribution des prix de l'énergie devenant négative.

Les prix alimentaires ont nourri un rebond inattendu de l'inflation

Le glissement annuel des prix s'établit à +3,4% en mai 2001, contre +1,9% un an auparavant.

La baisse des prix de l'énergie au tournant de l'année avait permis le repli marqué de l'inflation en janvier 2001 à +2,4% (contre +2,9% en novembre 2000). Toutefois, l'indice d'ensemble a de nouveau accéléré au printemps en raison des fortes hausses des prix de la viande et des produits frais ainsi que de nouvelles hausses des prix de l'énergie.

Les crises de l'ESB et de l'épizootie de fièvre aphteuse se traduisent tous les mois depuis janvier 2001 par de fortes augmentations des prix de la viande (effet "qualité" et renchérissement des coûts de production). En outre, les répercussions des mauvaises conditions climatiques de ce début d'année sur la production de fruits et légumes conduisent à une accélération des prix des produits frais. Ces deux facteurs nourrissent un relèvement continu du glissement annuel des prix de l'alimentation⁽¹⁾. Ce relèvement contribue pour +0,9 point à la progression de l'inflation sur les douze derniers mois.

La relative stabilisation des prix du pétrole brut aurait dû conduire mécaniquement à un reflux des prix de l'énergie. Cependant, de vives tensions sur les capacités de production des produits pétroliers raffinés sont apparues au printemps et ont différé ce mouvement. Le glissement annuel des prix de l'énergie s'est ainsi légèrement redressé au cours du premier

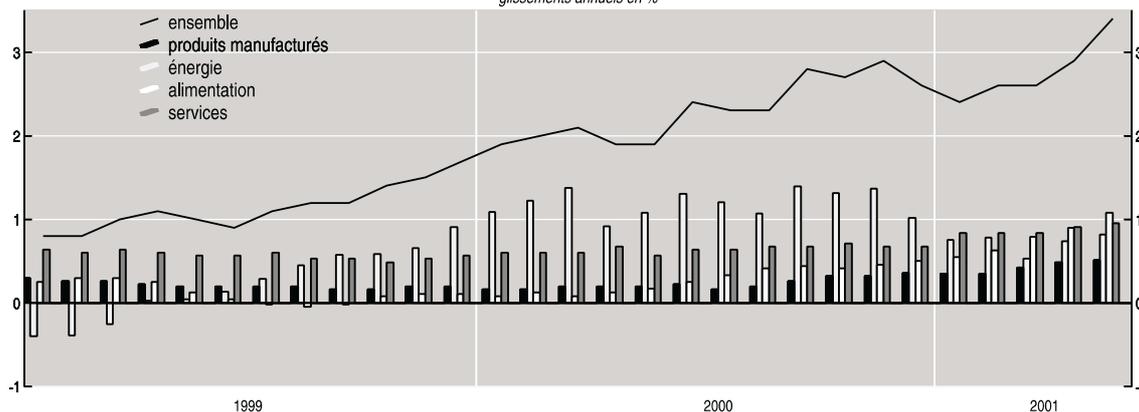
(1) L'ampleur de ce mouvement avait été sous-estimée dans la note de mars 2001, qui tablait sur un glissement annuel des prix alimentaires de 3,4% en juin 2001. La prévision est désormais de 5,8%.

INFLATION DE LA ZONE EURO

| Secteurs (poids dans l'indice) | (glissement annuel de l'IPCH, en %) | | | |
|--|-------------------------------------|------------|------------|---------------|
| | mai 2000 | mai 2001 | juin 2001 | décembre 2001 |
| Ensemble (100,0%) | 1,9 | 3,4 | 3,1 | 2,3 |
| Produits alimentaires (16,3%) | 0,4 | 5,9 | 6,4 | 5,7 |
| Boissons alcoolisées et tabac (4,0%) | 2,3 | 2,9 | 3,6 | 3,6 |
| Habillement-chaussures (7,8%) | 0,8 | 1,4 | 1,3 | 1,7 |
| Logement-eau-gaz-électricité (15,6%) | 3,5 | 4,1 | 4,0 | 0,7 |
| Ameublement et articles d'entretien (7,9%) | 0,9 | 2,0 | 2,2 | 2,0 |
| Santé (3,9%) | 1,8 | 1,1 | 1,1 | 0,9 |
| Transports (15,6%) | 5,1 | 3,9 | 2,3 | 1,0 |
| Communications (2,4%) | -4,9 | -2,8 | -3,3 | -2,6 |
| Loisirs et culture (9,4%) | 0,3 | 2,2 | 1,5 | 1,5 |
| Enseignement (0,9%) | 2,5 | 3,0 | 3,0 | 2,2 |
| Hôtels-cafés-restaurants (8,8%) | 2,5 | 3,3 | 3,3 | 3,6 |
| Autres biens et services (7,4%) | 2,0 | 2,9 | 2,9 | 2,4 |
| Inflation sous-jacente (70,2%) | 1,1 | 2,1 | 1,9 | 2,0 |

■ Prévision
Source : Eurostat

DECOMPOSITION DE L'INFLATION ZONE EURO
contributions des grands postes
glissements annuels en %



semestre, ce qui est venu limiter la contribution de l'énergie à la baisse de l'inflation à -0,1 point de glissement annuel entre mai 2000 et mai 2001.

L'accélération passée des prix de production industriels, dont le glissement annuel culmine à l'automne 2000, se traduit par une accélération des prix à la consommation des produits manufacturés, qui demeure toutefois modérée (+1,6% en glissement annuel en mai 2001 contre +0,5% en janvier 2000). Le dynamisme des prix alimentaires se répercute sur les prix des hôtels-café-restaurants, si bien que les prix des services progressent de +0,5 point de glissement annuel au premier semestre de 2001. Des mesures fiscales spécifiques à certains pays (hausse du taux normal de TVA néerlandais en janvier 2001 et sortie du glissement de la baisse de TVA en France en avril 2001) contribuent également au redressement du glissement annuel des prix hors énergie et alimentation. L'inflation sous-jacente⁽²⁾ de la zone euro passe ainsi progressivement de +1,1% en mai 2000 à +2,1% un an plus tard, contribuant pour +0,7 point à l'augmentation de l'inflation sur la même période.

L'écart maximal d'inflation a diminué

La plupart des pays de la zone euro connaissent au deuxième trimestre des hausses d'inflation. Celle-ci devient partout supérieure à +2,5% en mai. Les Pays-Bas, dont le taux normal de TVA a été relevé en janvier 2001, connaissent l'inflation la plus élevée de la zone euro (+5,4%). L'écart maximal d'inflation entre les pays de la zone euro s'inscrit en repli à 2,9 points en mai 2001. Il s'établissait à 3,6 points en mai 2000 et avait atteint 3,9 points en octobre 2000.

Le surcroît d'inflation enregistré entre les mois de mai 2000 et mai 2001 est inférieur à 1,4 point dans tous les pays, hormis aux Pays-Bas (+3,3 points), au Portugal et en Allemagne (+2,5 et +2,1 points). Si les cas du Portugal et des Pays-Bas sont explicables par des spécificités fiscales (respectivement prix énergétiques administrés et hausse de TVA), l'Allemagne connaît une situation relativement nouvelle. Le premier semestre voit le glissement annuel des prix allemands de l'alimentation augmenter rapidement pour

INFLATION DE LA ZONE EURO PAR PAYS

(glissement annuel de l'IPCH, en %)

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

Source : Eurostat

dépasser +4,0%, rythme qui n'avait jamais été atteint depuis la création de l'IPCH, en janvier 1995. A cela s'ajoutent au printemps les nouvelles hausses des prix de l'énergie, plus marquées en Allemagne que dans le reste de la zone euro. L'écart d'inflation entre l'Allemagne et la France s'est ainsi accru progressivement pour atteindre un pic à 1,1 point en mars 2001, alors qu'il était nul en juillet 2000.

Les prix de l'énergie et de l'alimentation devraient respectivement se replier et se stabiliser durant l'été

Les tensions sur l'appareil de production des raffineurs sont particulièrement sensibles en avril et mai 2001. Ces problèmes d'offre devraient se résorber durant l'été, favorisant un ralentissement prononcé des prix énergétiques. Le tassement de l'activité pèserait en outre sur la demande de pétrole brut, dont les prix baisseraient légèrement au second semestre, accentuant ce ralentissement. Le glissement annuel

(2) IPCH hors énergie et alimentation, non corrigée des modifications de fiscalité indirecte.

FLUX ET REFLUX DE L'ÉCART D'INFLATION ENTRE LA ZONE EURO ET LA FRANCE

L'écart d'inflation entre la zone euro et la France, mesuré en IPCH, oscille depuis la création de cet indice autour de 0,4 point de glissement annuel. Cet écart s'est considérablement creusé au dernier trimestre de 2000 et a atteint un maximum de 1,2 point en février et mars 2001. Il s'est depuis légèrement replié, atteignant 0,9 point en mai 2001.

Un écart d'inflation durable de l'ordre de 0,4 point

L'étude des contributions des principaux agrégats constitutifs de l'IPCH permet d'identifier les principaux déterminants de l'écart d'inflation entre la zone euro et la France.

Le diagnostic qui se dessine est le suivant : un écart d'inflation de l'ordre de 0,4 point de glissement annuel existe de manière durable. On peut chercher à en comprendre le fondement dans deux dimensions, sectorielle et géographique. Par produits, il est dû à part égale aux prix des services et aux prix des produits manufacturés hors énergie (sous-jacent). Par pays, l'Espagne et l'Italie se partagent la contribution à cet écart, compte-tenu de leur poids dans l'indice d'ensemble.

En 2001, toujours selon cette grille de lecture bidimensionnelle, des facteurs spécifiques apparaissent sur l'énergie et l'Allemagne. S'y ajoutent des divergences en matière de fiscalité indirecte.

CONTRIBUTIONS À L'ÉCART D'INFLATION ZONE EURO - FRANCE

| Postes | 1998 | 1999 | 2000 | 2001* |
|----------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Écart (glissement annuel) | 0,4 | 0,6 | 0,5 | 1,1 |
| Manufacturés hors énergie (1) | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,2 |
| Énergie | 0,0 | 0,2 | 0,1 | 0,6 |
| Alimentation | 0,0 | 0,0 | -0,2 | -0,1 |
| Services (4) | 0,2 | 0,1 | 0,4 | 0,4 |
| Sous-jacent (1+4) | 0,4 | 0,4 | 0,6 | 0,6 |

* Pour 2001, la moyenne est calculée sur les 4 premiers mois.
Source : Eurostat

Les facteurs prépondérants d'évolution de l'écart

Le choc pétrolier a provoqué un creusement de l'écart d'inflation France-zone euro, d'abord modeste en 1999 et 2000, mais plus accentué lors du récent rebond des prix de l'énergie en 2001 (de l'ordre de 0,5 point supplémentaire). L'accélération des prix alimentaires, plus précoce en France que dans le reste de la zone euro, a masqué cet accroissement de l'écart d'inflation énergétique en 2000. En 2001, l'écart négatif sur les prix alimentaires s'amointrit avec la diffusion à l'ensemble de la zone euro des crises alimentaires. A l'inverse, l'écart sur les prix de l'énergie est amplifié par des mouvements de fiscalité indirecte divergents. Ce second facteur d'accroissement de l'écart d'inflation entre la zone euro et la France affecte également l'écart d'inflation sous-jacente.

Prix de l'énergie et spécificités allemandes

Deux facteurs expliquent la forte contribution des prix allemands de l'énergie à l'accroissement de l'écart d'inflation entre la zone euro et la France :

- L'inflation allemande est plus sensible aux prix de l'énergie que celle de ses principaux partenaires commerciaux. La pondération de l'énergie dans l'IPCH allemand est la plus élevée de la zone (11,3% contre 9,2% pour la France, 8,8% pour l'Espagne et 7,6% pour l'Italie) ce qui induit un surcroît d'inflation plus important en Allemagne qu'ailleurs en cas d'augmentation des cours mondiaux du pétrole.
- La sortie du glissement des prix des effets de la dérégulation du marché allemand de l'électricité entreprise à partir du second semestre 1999 a provoqué depuis l'automne 2000 une forte remontée de l'inflation dans ce secteur. Celle-ci a été accentuée par des hausses de prix dues au renchérissement des coûts de production de l'énergie au premier trimestre. Entre le point bas de juin 2000 et avril 2001, le glissement annuel des prix de l'électricité est passé de -8,8% à +4,1%, occasionnant un surplus d'inflation de l'ordre de 0,3 point de glissement annuel en Allemagne, alors qu'en France les prix de l'électricité n'accélérent pas.

CONTRIBUTIONS NATIONALES À L'ÉCART D'INFLATION ZONE EURO - FRANCE

| | glissement annuel en % | | | | | | | | | | | |
|--------------------------|------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|---------------------------|------------|------------|
| | Indice d'ensemble | | | Énergie | | | Services | | | Manufacturés hors énergie | | |
| | 1999 | 2000 | 2001* | 1999 | 2000 | 2001* | 1999 | 2000 | 2001* | 1999 | 2000 | 2001* |
| Total à expliquer | 0,6 | 0,5 | 1,1 | 0,2 | 0,1 | 0,6 | 0,1 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,2 | 0,2 |
| Belgique | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Allemagne | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,1 | 0,4 | -0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0 | 0 |
| Grèce | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Espagne | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0 | 0 | 0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Irlande | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0,1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Italie | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0 | 0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Pays-Bas | 0,1 | 0 | 0,2 | 0 | 0 | 0,1 | 0 | 0 | 0,1 | 0 | 0 | 0 |
| Autriche | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Portugal | 0 | 0 | 0,1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Finlande | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

* Pour 2001, la moyenne est calculée sur les 4 premiers mois.
Source : Eurostat

Des mouvements de fiscalité indirecte divergents

- Tandis que la France mettait en place des mesures de fiscalité indirecte pour lutter contre la hausse des prix de l'énergie au deuxième semestre de 2000 (TIPP flottante), l'Allemagne n'a pas réduit les taxes sur les carburants et n'est pas revenue sur la hausse programmée de l'écotaxe. Ceci a contribué à amplifier l'écart d'inflation existant entre la France et l'Allemagne dans le secteur de l'énergie. De fortes contributions ont en outre été enregistrées pour l'Italie et les Pays-Bas en 2001. En Italie, les "ristournes" décidées par le gouvernement sur les prix des carburants ne concernaient que l'année 2000 et ont disparu au 1er janvier 2001. A cette date, les Pays-Bas ont de leur côté connu un relèvement net du taux normal de TVA, de 17,5% à 19%, qui a occasionné en particulier une accélération des prix de l'énergie.
- Dans le secteur des services et des produits manufacturés, les mesures de fiscalité indirectes nationales expliquent l'écart à la situation prévalant en 1998 et 1999. A la hausse de TVA néerlandaise déjà évoquée s'ajoute la baisse de TVA en France au 1er avril 2000, qui provoque le ralentissement des prix français, donc

l'augmentation de l'écart d'inflation sous-jacente entre la zone euro et la France. Ce dernier effet disparaît progressivement à partir du mois d'avril 2001.

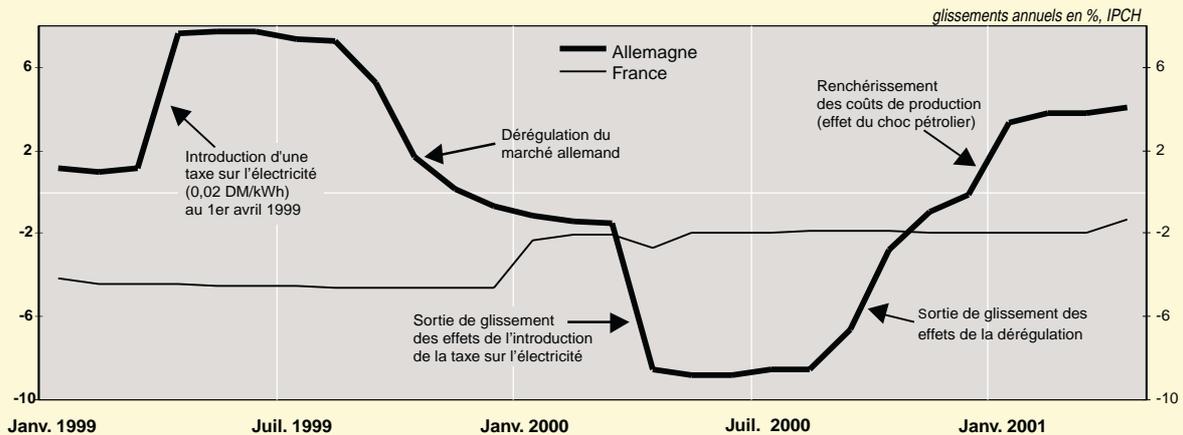
Vers un retour à l'écart d'inflation durable

L'écart d'inflation entre la zone euro et la France devrait continuer de se replier, principalement sous l'effet de la sortie de glissement de mesures fiscales spécifiques et de la décélération des prix des produits pétroliers. Les étapes majeures de ce mouvement devraient en être :

- en juin 2001, la sortie de glissement des augmentations de prix dans l'énergie enregistrées un an plus tôt, qui avaient été moins prononcées en France que dans le reste de la zone euro,
- en octobre 2001, la sortie de glissement de la baisse de TIPP en France instaurée le 1er octobre 2000,
- en janvier 2002, la sortie de glissement de la hausse de TVA enregistrée aux Pays-Bas.

L'écart d'inflation reviendrait ainsi vers son niveau de long terme dès la fin de l'année et se stabiliserait dans le courant du premier trimestre 2002. ■

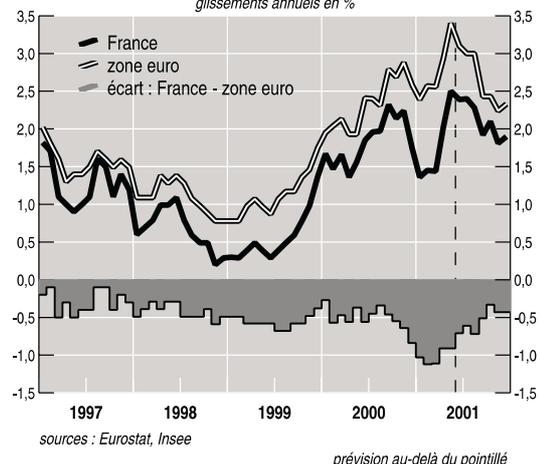
PRIX DE L'ÉLECTRICITÉ EN ALLEMAGNE ET EN FRANCE



de ce regroupement deviendrait négatif à partir du mois de septembre, contribuant à la baisse de l'inflation d'ensemble.

Les récentes déclarations du gouvernement britannique indiquent que l'épizootie de fièvre aphteuse est en passe d'être maîtrisée au Royaume-Uni. La flambée des prix de la viande pourrait par conséquent s'apaiser au cours de l'été. Dans le même temps, les prix des produits frais se stabiliseraient avec la disparition progressive des effets des mauvaises conditions climatiques du premier trimestre sur la production. Au total, les prix de l'alimentation cesseraient d'accélérer au début du second semestre. Leur glissement annuel resterait toutefois à des niveaux très élevés en fin d'année (+5,4% en décembre 2001, rythme jamais atteint depuis la création de l'IPCH en janvier 1995).

INDICE DES PRIX A LA CONSOMMATION HARMONISÉ
France et zone euro
glissements annuels en %



Recul de l'inflation à l'automne

Sous les hypothèses d'un retour du prix du Brent à 25\$/bl et d'un taux de change à 0,88\$ pour 1 euro à l'horizon de la fin de l'année, l'inflation dans la zone euro devrait rester élevée tout l'été, pour se replier à l'automne. Après avoir atteint +3,4% en mai, elle rejoindrait ainsi +2,3% en décembre 2001, sans toutefois parvenir à passer sous le seuil de +2,0%.

Le repli de l'inflation de 1,1 point de glissement annuel entre mai et décembre 2001 s'explique essentiellement par la très forte baisse du glissement annuel des prix de l'énergie. Il passerait de +8,6% en mai à -1,9% en décembre 2001, contribuant pour -1,2 point à la baisse de l'inflation sur la même période. Le dynamisme des prix alimentaires freinerait ce mouvement avec une contribution de +0,1 point au glissement annuel de l'indice d'ensemble.

Les tensions sur l'appareil de production s'inscrivent désormais en repli dans un contexte de dégradation de l'activité dans la zone euro. Avec la baisse des



prix de l'énergie, les prix de production industriels devraient prolonger durablement leur ralentissement. En dépit de la légère accélération des salaires, l'inflation sous-jacente devrait donc peu évoluer à horizon de la fin d'année. ■

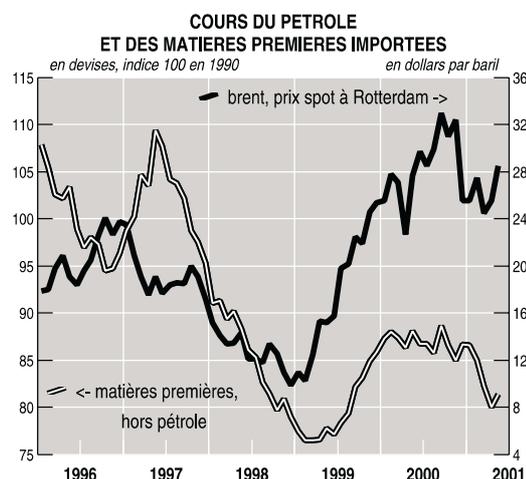
Pétrole et matières premières

Le ralentissement conjoncturel mondial ne devrait pas provoquer de recul sensible du prix du pétrole. Certes, la conjoncture pèse sur l'augmentation de la demande des raffineurs en pétrole (+1,7% pour 2001). Mais cette demande serait plus dynamique que celle de l'année 2000 marquée par des déstockages importants de produits raffinés. Du côté de l'offre, l'OPEP n'a pas décidé d'augmenter sa production lors de sa réunion du 5 juin. Le cartel le ferait plus tardivement : à l'automne, pour accompagner l'augmentation saisonnière de la demande ou plus précocement par le biais du mécanisme d'ajustement de sa production, si le prix du panier de référence devait durablement dépasser 28\$ le baril. Ainsi le prix du pétrole devrait rester relativement élevé à l'horizon de la fin de cette année, à 25\$ le baril de brent environ.

L'indice des matières premières non énergétiques importées par la France devrait continuer de décroître jusqu'à la fin de l'année en raison du ralentissement conjoncturel qui pèse sur la demande des matières industrielles. Le prix des principales matières alimentaires importées devrait stagner à un niveau très bas du fait de l'engorgement des marchés des principales denrées.

Le baril de brent à 25\$ à la fin de cette année

Le prix du brent fluctue aux environs de 26-28\$ le baril depuis la fin de l'année 2000, date à laquelle il a chuté de 20%. Courant décembre 2000, le marché, très baissier, avait pris en compte le fait que la production était excédentaire depuis trois trimestres et que les stocks de produits raffinés étaient revenus à un niveau normal.



L'OPEP avait anticipé la chute du prix du pétrole et avait envisagé dès l'automne 2000 de réduire ses quotas de production. Le cartel les a diminués à deux reprises les 1er février et 1er avril derniers, dans un contexte propice de réduction saisonnière de la demande et de ralentissement conjoncturel mondial. Ces mesures ont abouti à une offre de pétrole brut équilibrant la demande des raffineries au deuxième trimestre 2001, selon les chiffres de l'Agence Internationale de l'Énergie. L'OPEP n'a pas augmenté ses quotas de production lors de sa réunion du 5 juin mais devrait le faire pour accompagner la hausse saisonnière de la demande des troisième et quatrième trimestres. En outre, le mécanisme d'ajustement de sa production devrait jouer à la hausse si le prix du panier de référence devait durablement dépasser 28\$ le baril. En effet, on a assisté récemment à un sursaut du prix du baril (29\$ le baril de brent fin mai) en raison de la répercussion sur le prix du brut des tensions enregistrées sur le marché des produits raffinés et des

PRIX DU PÉTROLE

| | Niveaux trimestriels | | | | | | | Niveaux annuels | | |
|----------------------------------|----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-------|-------|
| | 2000 | | | | 2001 | | | 1999 | 2000 | 2001 |
| | 1 ^{er} T. | 2 ^e T. | 3 ^e T. | 4 ^e T. | 1 ^{er} T. | 2 ^e T. | 2 nd S. | | | |
| Dollar en francs | 6,7 | 7,0 | 7,3 | 7,6 | 7,1 | 7,4 | 7,5 | 6,2 | 7,1 | 7,4 |
| PÉTROLE | | | | | | | | | | |
| Baril de "BRENT DATÉ" en dollars | 26,8 | 26,7 | 30,5 | 29,7 | 25,9 | 27,4 | 25,2 | 17,9 | 28,4 | 26,0 |
| Tonne importée en francs | 1 330 | 1 387 | 1 562 | 1 704 | 1 385 | 1 485 | 1 409 | 792 | 1 496 | 1 422 |

Prévision

menaces d'arrêt des exportations de pétrole irakien. Mais ces deux facteurs de hausse ont un caractère transitoire. Les craintes de pénuries locales d'essence aux États-Unis s'atténueraient durant l'été. De même, les suspensions d'exportations irakiennes seraient momentanées. Au total, à l'horizon de la fin de cette année, le prix du baril de brent devrait avoisiner les 25\$, prix résultant d'une offre ajustée à une demande soutenue pour des raisons saisonnières.

Baisse du prix des matières premières hors énergie pour le restant de l'année

L'indice des matières premières non énergétiques importées par la France devrait continuer de décroître jusqu'à la fin de l'année en raison du ralentissement conjoncturel qui pèse sur la demande des matières industrielles.

Le prix des métaux de base devrait continuer de subir l'influence du ralentissement mondial, le prix de ces matières étant très lié au cycle conjoncturel. En outre, l'utilisation à grande échelle d'un nouveau procédé permettant l'extraction du nickel à partir du minerai de latérite en Australie devrait occasionner des gains de rentabilité qui pèseraient sur le prix de ce métal dès la fin de 2001.

Le prix des matières agro-industrielles devrait afficher un profil analogue à celui des métaux de base en raison du ralentissement conjoncturel. De plus, les

PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

| Indice en devises base 100=1990 | Variations annuelles en % | | Glissements annuels en % | |
|------------------------------------|------------------------------|-------------|-----------------------------|--------------|
| | 2000 | 2001 | 2000 | 2001 |
| Ensemble | 9,1 | -7,0 | 0,8 | -11,0 |
| Alimentaires | -5,6 | -4,0 | -11,2 | -8,0 |
| - Denrées tropicales | -20,6 | -5,0 | -35,9 | -8,0 |
| - Oléagineux | 14,1 | -3,0 | 21,2 | -8,0 |
| Industrielles | 14,7 | -8,0 | 5,3 | -12,0 |
| - Minérales | 12,8 | -9,0 | 0,5 | -12,0 |
| - Agro-industrielles | 18,1 | -6,0 | 14,7 | -12,0 |

■ Prévvision

aires cultivées de coton sont en augmentation sensible pour la saison 2001-2002 malgré des cours déjà bas, ce qui devrait accentuer la baisse du prix de cette matière dans les prochains mois. Les cours de la laine ne devraient pas enregistrer de hausse significative malgré l'épizootie de fièvre aphteuse, l'Océanie, principale région productrice, n'étant pas touchée.

Le prix des principales matières alimentaires importées devrait se stabiliser à un niveau très bas jusqu'à la fin 2001. Les réductions de capacités opérées en Côte d'Ivoire ont certes réussi à faire remonter le prix du cacao. Mais l'offre de soja et de café demeure très abondante. Seul le facteur climatique pourrait éviter que les cours du café ne baissent à nouveau. Les estimations pointent en effet vers des récoltes importantes et les marchés de l'arabica et du robusta sont déjà saturés. ■

Échanges extérieurs

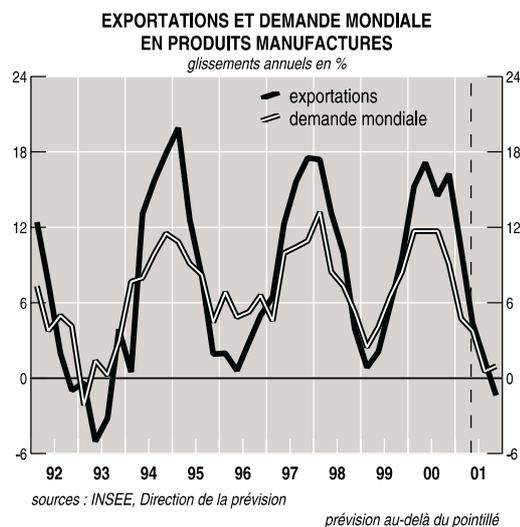
Après avoir été exceptionnellement dynamiques en 2000, les échanges commerciaux ont marqué le pas au premier trimestre de 2001. Les exportations ont souffert d'une conjoncture mondiale moins porteuse et des crises alimentaires. Le recul des importations traduit l'inflexion brutale des anticipations des entreprises dans les secteurs les plus ouverts à l'international. Elles ont diminué leurs achats et puisé dans leurs stocks en début d'année.

Avec un contexte mondial peu porteur et des gains de compétitivité qui tendent à s'estomper, les exportations devraient rester atones jusqu'à la fin de cette année. Elles baisseraient ce printemps pour se redresser faiblement au second semestre, à la faveur de la levée de l'embargo sur certains produits alimentaires. Les importations bénéficieraient d'une consommation des ménages encore soutenue et progresseraient à un rythme un peu plus élevé que les exportations.

La dégradation de la conjoncture mondiale et le faible dynamisme des flux commerciaux devraient se traduire, en volume, par une contribution légèrement négative à la croissance des échanges extérieurs. Le solde commercial en valeur se dégraderait lui aussi : l'euro se stabiliserait à un niveau faible et l'allègement de la facture énergétique serait modéré.

Un profil en léger recul sur l'année pour les exportations manufacturières

Après une année 2000 où elles ont été exceptionnellement dynamiques (+15,8% en moyenne annuelle), les exportations manufacturières marquent le pas au premier trimestre de 2001 (+0,3%). Ce chiffre cache même une dégradation générale encore plus marquée, car il intègre une progression exception-



nelle du secteur de la construction navale, aéronautique et ferroviaire (+25,9%), grâce à la conjonction de nombreuses livraisons d'Airbus ainsi que d'un paquebot. Hors cette branche, les exportations manufacturières sont en recul de près de 2% sur le trimestre. La baisse est particulièrement marquée pour les biens intermédiaires et les biens de consommation. En revanche, le secteur de l'automobile progresse.

Ce retournement s'explique par celui de la conjoncture mondiale, tirée vers le bas par le refroidissement de l'économie américaine. Dans un contexte marqué par une activité mondiale dégradée, les exportations de produits manufacturés, après avoir fortement baissé au printemps, stagneraient à l'horizon de la fin de l'année. Les gains de compétitivité engrangés en 2000 tendent désormais à s'estomper. La réappréciation de l'euro fin 2000 a été suivie d'un mouvement

SOLDE COMMERCIAL

(en milliards de francs)

| | Niveaux semestriels (CVS-CJO) | | | | | | Niveaux annuels | | |
|--------------------------------------|-------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-----------------|--------------|--------------|
| | 1999 | | 2000 | | 2001 | | 1999 | 2000 | 2001 |
| | 1 ^{er} S. | 2 nd S. | 1 ^{er} S. | 2 nd S. | 1 ^{er} S. | 2 nd S. | | | |
| Agriculture / IAA | 28,3 | 33,7 | 32,9 | 30,1 | 22,5 | 25,2 | 62,0 | 62,9 | 47,7 |
| Énergie | -30,9 | -43,3 | -67,3 | -77,8 | -79,7 | -73,6 | -74,2 | -145,1 | -153,3 |
| Manufacturés ⁽¹⁾ | 34,6 | 43,3 | 30,1 | 4,8 | 20,8 | -7,4 | 77,9 | 34,9 | 13,4 |
| Total Caf / Fab | 32,0 | 33,7 | -4,4 | -42,9 | -36,4 | -55,8 | 65,7 | -47,3 | -92,2 |
| Total Fab / Fab⁽²⁾ | 58,0 | 61,7 | 27,1 | -8,4 | -1,9 | -20,9 | 119,7 | 18,7 | -22,8 |

■ Prévision

(1) Y compris divers et matériel militaire.

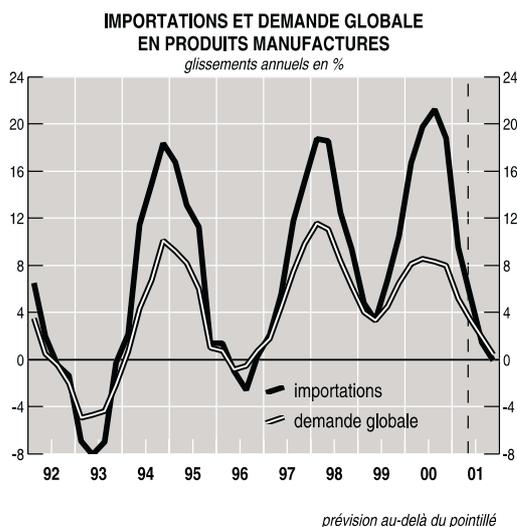
(2) Le taux de passage des importations CAF à FAB est de 0,967 en 1997 et de 0,970 en 1998, 1999 et 2000.

inverse au cours du premier semestre, si bien que le change aurait un rôle relativement neutre sur la performance de nos exportateurs en seconde partie d'année.

Des importations de produits manufacturés nettement ralenties

Plus dynamiques encore que les exportations en 2000 (+19,2% en moyenne annuelle), les importations baissent fortement au premier trimestre de 2001 (-2,0%). Ce recul est concentré dans le secteur des biens intermédiaires (-5,9%). Il est lié à un violent mouvement de déstockage en amont du processus de production. En revanche, l'automobile (+7,1%) et les biens de consommation (+1,2%) bénéficient du rebond de la consommation privée, après une fin d'année atone.

Après cette chute enregistrée au premier trimestre, les importations devraient de nouveau progresser, sur un rythme toutefois très nettement inférieur à celui de l'an passé. Elles bénéficieraient d'une demande intérieure relativement solide. En période de retournement conjoncturel, le cycle de déstockage



dans les biens intermédiaires est généralement concentré sur un ou deux trimestres. Son achèvement favoriserait la progression des importations en seconde partie d'année.

Ralentissement des prix à l'exportation et hausse modérée des prix à l'importation

Les prix à l'exportation devraient légèrement ralentir en 2001. Les entrepreneurs, confrontés à une conjoncture mondiale dégradée, devraient consentir des efforts sur leurs marges afin de maintenir leur compétitivité prix.

Les prix à l'importation ont progressé depuis deux ans, sous l'effet de la dépréciation de l'euro et de la hausse du prix des produits pétroliers. La légère décreue du prix du baril sur l'année devrait limiter la hausse générale des prix à l'importation en 2001.

Un secteur agricole touché par deux crises sanitaires

L'excédent commercial en produits alimentaires diminue au premier semestre de 2001. Les crises de l'encéphalite spongiforme bovine et de la fièvre aphteuse conduisent en effet à une chute des exportations de la filière viande. Les importations d'animaux vivants, de produits à base de viande et de produits laitiers supportent elles aussi les conséquences de l'épizootie de fièvre aphteuse.

Le second semestre de 2001 devrait voir un retour à la normale, à la faveur de la levée de l'embargo décidée à la fin du printemps. Les exportations et les importations se redresseraient, les premières plus fortement que les secondes, puisque le poids des produits à base de viande et de produits laitiers dans nos échanges agroalimentaires est plus important à l'exportation qu'à l'importation. Le solde agroalimentaire étant structurellement excédentaire, le redressement des flux entraînerait celui du solde.

BALANCE DES TRANSACTIONS COURANTES

(soldes bruts en milliards de francs)

| | Niveaux semestriels | | | | | | Niveaux annuels | | |
|------------------------------------|---------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-----------------|------------|------------|
| | 1999 | | 2000 | | 2001 | | 1999 | 2000 | 2001 |
| | 1 ^{er} S. | 2 nd S. | 1 ^{er} S. | 2 nd S. | 1 ^{er} S. | 2 nd S. | | | |
| MARCHANDISES⁽¹⁾ | 58 | 66 | 25 | -5 | -31 | -51 | 124 | 20 | -82 |
| SERVICES⁽²⁾ | 50 | 68 | 71 | 73 | 60 | 67 | 118 | 144 | 127 |
| - liés aux échanges extérieurs | 9 | 24 | 27 | 20 | 18 | 12 | 33 | 47 | 30 |
| - liés aux échanges de technologie | 6 | 4 | 5 | 5 | 4 | 4 | 11 | 11 | 8 |
| - voyages | 37 | 42 | 40 | 51 | 42 | 54 | 79 | 91 | 96 |
| - autres services | -2 | -3 | -1 | -3 | -4 | -4 | -5 | -4 | -8 |
| REVENUS | 34 | 33 | 44 | 51 | 63 | 27 | 68 | 95 | 90 |
| TRANSFERTS COURANTS | -26 | -55 | -26 | -66 | -24 | -53 | -81 | -91 | -77 |
| TRANSACTIONS COURANTES | 116 | 113 | 115 | 54 | 67 | -10 | 229 | 169 | 58 |

■ 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.

Stabilité de la facture énergétique sur l'année

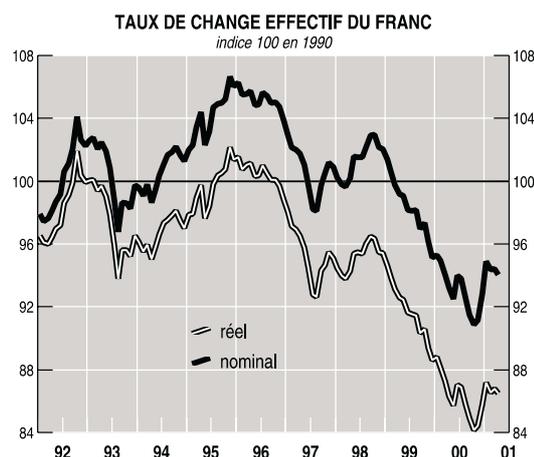
La facture énergétique a doublé en 2000 du fait de la forte augmentation du prix du pétrole. Elle est ainsi passée de 74 à 145 milliards de francs. Pour le premier trimestre de l'année 2001, celle-ci s'est légèrement allégée grâce à la baisse des prix du pétrole, en dépit du résultat décevant des volumes exportés d'électricité et de produits raffinés.

Sous l'hypothèse d'un retour seulement modéré du prix du brent aux alentours de 25\$ au second semestre, la facture énergétique ne devrait pas s'améliorer sur l'ensemble de l'année 2001.

Dégradation du solde des transactions courantes

Malgré l'excédent enregistré au premier trimestre, le solde commercial annuel devrait à nouveau se dégrader en 2001. Dans un contexte de conjoncture mondiale déprimée, les exportations devraient croître à un rythme très faible, tandis que les importations bénéficieraient encore d'une demande intérieure relativement soutenue.

En 2001, le solde des services devrait diminuer de 17 milliards de francs, en raison d'une dégradation du solde lié aux échanges extérieurs. Le solde touris-



tique, qui a atteint un niveau record en 2000, progresserait de nouveau en 2001, le niveau de l'euro demeurant attractif pour les touristes étrangers.

Le solde des revenus d'investissement de la France diminuerait légèrement en 2001 sous l'effet combiné de trois facteurs. Le premier est un repli de la profitabilité des entreprises implantées à l'étranger. Le deuxième est la baisse du rendement des produits de taux, plus prononcée aux États-Unis qu'en France. Enfin, le troisième facteur est l'accroissement de l'endettement des banques françaises à l'étranger, entraînant l'augmentation des versements d'intérêt. ■