

Environnement international de la zone euro

Au premier semestre de 2001, le brusque ralentissement de l'économie américaine devrait accentuer l'inflexion déjà anticipée de l'économie mondiale, principalement au Canada et au Mexique, dans les pays de l'Asie émergente et au Japon. Les autres zones émergentes (PECO, Amérique latine hors Mexique) seraient dans un premier temps relativement protégées des effets directs de la conjoncture américaine sur le commerce mondial.

Plus encore que les différences d'exposition aux flux de commerce international, le ralentissement du commerce mondial devrait accentuer le contraste prévalant entre les pays à forte et à faible demande intérieure. Ainsi, le Royaume-Uni, les PECO et l'Amérique latine continueraient de progresser sur des rythmes à peine inférieurs à ceux observés à l'été. Dans les pays d'Asie, qui continuent de pâtir de l'éclatement des bulles spéculatives des années 1990 (début 1990 au Japon, 1997-1998 dans le reste de l'Asie), la demande intérieure n'a pas pu pérenniser la reprise de 1999-2000.

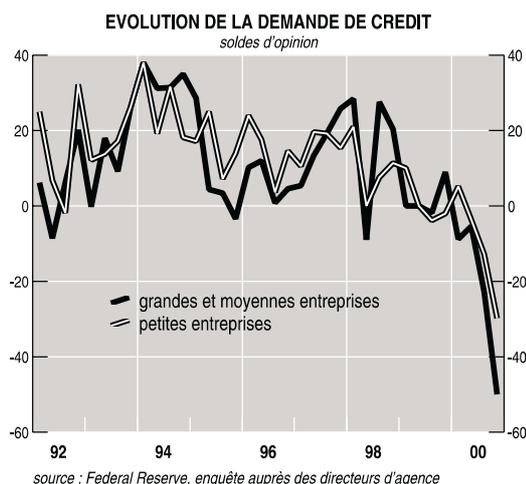
En première moitié d'année, la demande mondiale adressée à la zone euro devrait s'établir sur une pente annualisée de 6%, en repli par rapport au second semestre de 2000, où elle a progressé sur un rythme de 8%.

États-Unis : la stabilisation des anticipations sera la clé de la reprise

La croissance américaine a brutalement ralenti, sur une pente annualisée de 1,6% au second semestre de 2000, contre 5,2% au premier. Ce coup d'arrêt n'est pas dû au ralentissement du commerce mondial, les États-Unis étant une économie relativement fermée, où les exportations ne dépassent pas 13% du PIB. Il reflète un essoufflement des moteurs internes de la croissance américaine : l'investissement et la consommation.

Le ralentissement spectaculaire de l'économie américaine s'explique en partie par le resserrement passé des conditions monétaires qui a asséché l'offre de crédit à la fois à travers le crédit bancaire et les marchés financiers au cours de l'année 2000. La hausse de 175 points de base du taux des Fed Funds du début 1999 au mois de mai 2000 a contribué à ralentir la demande de crédit des entreprises (cf. graphique 1). Simultanément, l'effondrement du NASDAQ a mis un terme aux facilités de financement accordées aux en-

1



treprises de nouvelles technologies. Enfin, ces tensions se sont répercutées sur le marché obligataire, si bien que les grandes entreprises n'ont pas été moins touchées que les petites. Les dépenses d'investissement, qui avaient contribué à hauteur d'un tiers à la croissance du PIB américain entre 1995 et 1999, ont ainsi cessé de jouer ce rôle d'entraînement à la fin de 2000. L'investissement en équipement est passé d'une progression annualisée de 20% au premier trimestre à un recul de 3,5% au quatrième trimestre de 2000.

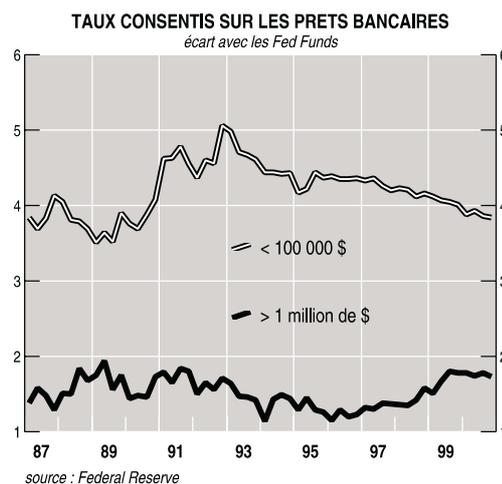
De même, le resserrement des conditions monétaires a contribué à limiter les opportunités de financement de la consommation privée, l'autre moteur de la croissance américaine. En outre, l'épuisement des effets de richesse, puis son inversion depuis la correction boursière de mars dernier, pèse désormais sur la progression de la consommation, d'autant que les ménages américains n'ont pas la ressource de puiser dans une épargne déjà très réduite. Ces limitations sont venues se conjuguer à un ralentissement du revenu. Les créations d'emplois ont représenté 0,5% de l'emploi total au second semestre, contre 1,2% au premier semestre, tandis que le choc pétrolier a émoussé le pouvoir d'achat des salariés américains. L'ensemble de ces évolutions a induit un ralentissement sensible de la consommation : sa progression est passée d'une pente d'environ 5% au premier semestre de 2000 à 3,5% en deuxième moitié d'année.

Le tassement de la demande intérieure (investissement et consommation), à l'origine du ralentissement de l'activité américaine, devrait perdurer au moins à court terme et induire une quasi-stagnation au premier semestre de 2001. Dès janvier, la Fed a réagi très vivement en réduisant ses taux directeurs de 100 points de base en moins d'un mois. Elle a de nouveau réduit ses taux de 50 points de base le 20 mars. L'offre de crédit devrait donc rapidement s'assouplir, dans la mesure où le secteur bancaire affiche pour l'heure des comptes d'exploitation relativement sains. Déjà, la baisse des taux d'intérêt à long terme de l'automne dernier induite par les perspectives de ralentissement a permis un certain redressement du secteur du bâtiment. Même si la récente période d'expansion semble avoir fragilisé le bilan (donc la capacité de prêt) des établissements de crédit, ceux-ci demeurent faiblement exposés aux créances non recouvrables. Ainsi, les conditions de financement des entreprises ne se sont pas détériorées au-delà du resserrement de la politique monétaire (cf. graphique 2), suggérant que les banques ne jugent pas le risque de défaut de leurs débiteurs beaucoup plus important qu'en 1995. Actuellement, le taux de défaut sur les crédits industriels et commerciaux est stable autour de 2%, contre 5,5% à la fin des années 1980. La part des prêts dans les actifs bancaires demeure conforme à son niveau moyen des années 1990 en ce qui concerne les banques domestiques. Il semble en fait que ce soient les banques étrangères qui ont le plus accru leur exposition au cours de la période récente (cf. graphique 3).

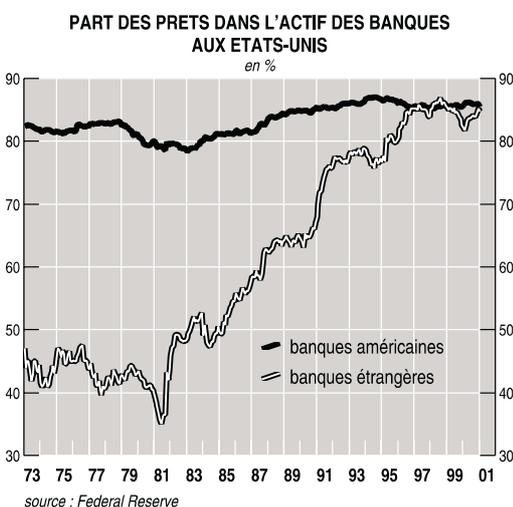
Toutefois, le passif des banques américaines s'est quelque peu fragilisé tout au long de la décennie. Le risque d'un *mild credit crunch*, scénario où les banques devraient affecter leurs ressources prioritairement à la reconstitution d'un actif plus solide, ne peut donc pas être totalement écarté. La part des dépôts, qui constituent la contrepartie du crédit bancaire la plus fiable, n'a cessé de reculer depuis 1992 (cf. graphique 4). A ceux-ci se sont substituées des émissions d'obligations ou des dettes contractées auprès d'autres établissements de crédit, aux États-Unis et à l'étranger. Traduisant la plus grande fragilité des banques, leur notation par les agences de credit rating s'est significativement détériorée au cours des années 1990.

Cependant, une crise financière demeure peu probable et le système financier américain ne constitue sans doute pas un obstacle à une reprise de l'activité américaine à court terme. Le danger serait plus grand si la stagnation actuelle, en se prolongeant trop, induisait une multiplication de défauts de paiement de crédit. Une accélération rapide de l'activité dépend sans doute directement des anticipations des acteurs économiques. On se rappelle qu'au début des années 1990, la lenteur de la reprise, qui s'était traduite par une extrême inertie de la demande intérieure pendant près de deux ans, s'expliquait par la persistance du pessimisme des ménages et des entreprises⁽¹⁾. A l'inverse, en 1995 et 1998, l'économie américaine avait tenu bon face aux répercussions des crises mexicaine et asiatique, alors que la confiance des consumma-

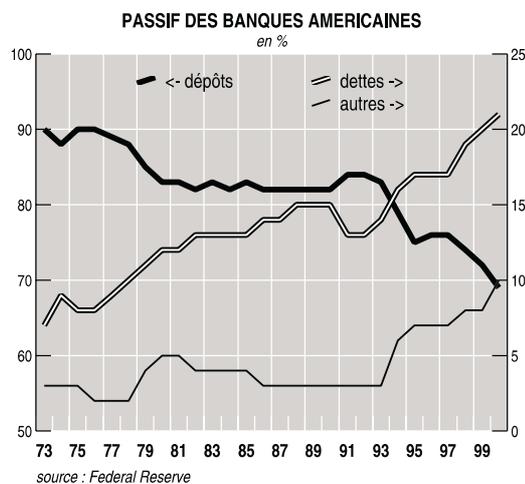
2



3

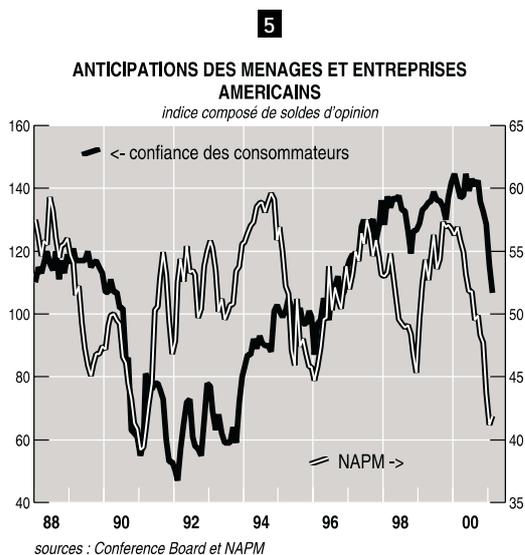


4



(1) Voir par exemple Olivier Blanchard ("What Caused the Last Recession ?", *American Economic Review*, mai 1993).

teurs était restée bien orientée face à la défaillance temporaire des anticipations des entrepreneurs (cf. graphique 5). A partir de l'automne dernier, la confiance des consommateurs s'est brutalement détériorée : l'ampleur de la baisse enregistrée en janvier n'avait pas été observée depuis 1990. Cette chute est d'autant plus inquiétante qu'elle a été précédée d'un effondrement de l'optimisme des industriels. A l'inverse de la confiance des consommateurs, qui demeure encore relativement élevée, l'opinion des directeurs d'achat a aujourd'hui presque rejoint son point bas de 1991, suggérant que le secteur manufacturier -qui constitue environ 11% du PIB, mais joue un rôle d'entraînement important sur le reste de l'économie- se trouve actuellement en récession. C'est donc en premier lieu la faiblesse de l'investissement qui pourrait entraver la reprise de la demande intérieure. Les entreprises de technologies, médias et communication n'ont pas engendré les profits attendus, alors que les nouvelles technologies qu'elles produisent ne semblent pas nourrir pour l'heure de gains de productivité très significatifs hors du secteur manufacturier⁽²⁾.



Enfin, la consommation devrait éprouver des difficultés à jouer le rôle moteur qui avait été le sien jusqu'à la mi-2000, car la progression du revenu des ménages ne connaîtrait pas d'amélioration sensible en 2001. Les créations d'emplois devraient continuer de ralentir, alors que les salaires réels ne devraient pas se redresser. En effet, malgré le ralentissement de l'activité, l'inflation ne devrait se replier que lentement : le recul des prix du pétrole serait en large partie compensé par l'accélération de l'indice sous-jacent, alimentée par celle des coûts salariaux unitaires.

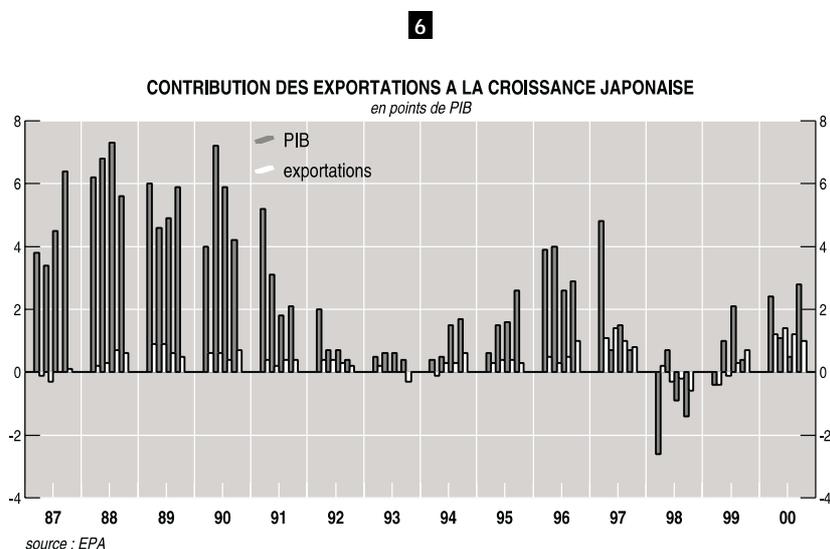
Au total, du fait du faible dynamisme de la demande intérieure, l'économie serait proche de la stagnation au premier semestre de 2001. En lien avec l'infléchissement des importations et une baisse modérée du dollar, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait légèrement positive.

Japon : une reprise avortée

Au second semestre de 2000, l'économie japonaise a progressé sur une pente annuelle très faible (0,5%). La demande intérieure n'est pas parvenue à embrayer sur le rebond des exportations. En effet, celle-ci continue de souffrir de l'éclatement de la bulle financière et immobilière de la fin des années 1980, près de 10 années plus tard. Dans ces conditions, ce sont les à-coups de l'économie mondiale qui donnent le ton de la conjoncture japonaise.

Au premier semestre de 2001, l'économie japonaise devrait pâtir avant tout d'un fort tassement de ses exportations. En effet, depuis le milieu des années 1990, du fait de la faiblesse de la demande intérieure, les exportations contribuent très fortement au mouvement de la croissance japonaise, même si le Japon exporte à peine plus de 10% de son PIB (cf. graphique 6). Or l'industrie japonaise a pour débouchés

(2) Voir à ce sujet l'étude critique de Robert Gordon (*Journal of Economic Perspectives*, Automne 2000).



essentiels les deux régions du monde où l'économie devrait ralentir le plus en 2001: les États-Unis et l'Asie. 45% des exportations japonaises se font à destination des autres pays asiatiques, et les États-Unis en absorbent 30%. Autre facteur potentiellement défavorable aux exportations, le Japon est spécialisé à l'échelle internationale dans la production de biens de haute technologie, en particulier de *hardware* (ordinateurs, circuits imprimés, composants) dont la demande mondiale est en fort ralentissement. A ce choc de demande pourrait s'ajouter un choc d'offre : le ralentissement important des baisses de prix des ordinateurs aux États-Unis suggère que le progrès technique dans ces secteurs est en train de se modérer.

PIB D'AUTRES RÉGIONS DU MONDE

| | (variations annuelles en %) | | |
|--------------------------------------|-----------------------------|------|------|
| | Moyennes annuelles | | |
| | 1999 | 2000 | 2001 |
| Pays en transition | 3,1 | 6,2 | 5,6 |
| Russie | 3,2 | 7,4 | 6,0 |
| Europe centrale | 3,0 | 4,1 | 3,9 |
| Asie émergente⁽¹⁾ | 5,2 | 6,7 | 3,5 |
| Amérique latine⁽²⁾ | 0,9 | 4,3 | 3,5 |

■ Préviation

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

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

Source : Direction de la Préviation

La demande intérieure reste atone. Le Japon ne semble pas pouvoir sortir actuellement de la trappe à liquidités où il est enfermé depuis 10 ans. Le retour à une politique de taux zéro, par le biais des baisses de taux des 28 février (10 points de base) et 19 mars (9 points de base), a épuisé la très faible marge de manœuvre dont disposait la politique monétaire. La déflation persiste, en dépit de la dépréciation récente du yen par rapport au dollar et à l'euro. La consommation reste très faible, même si la confiance des consommateurs et les ventes de détail se sont légèrement redressées au mois de janvier. Il est vrai que de nombreuses incertitudes obèrent les perspectives des ménages. Le chômage a continué de croître, pour s'établir à un nouveau record en décembre à 4,9%. Après le huitième plan de relance, la dette publique approche les 150 points de PIB, sans que les dépenses publiques n'aient réussi à faire redémarrer la demande intérieure. Enfin, l'instabilité politique semble s'installer.

Le Japon n'en finit pas de résorber la bulle financière et immobilière des années 1980. La persistance de ses effets repose sur un mécanisme semblable à celui qui avait prévalu après la crise de 1929 aux États-Unis : en venant réduire l'actif des emprunteurs, l'éclatement de la bulle spéculative a grevé pour longtemps les capacités de financement de l'investissement, donc de redynamisation de l'éco-

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

| Moyennes annuelles | | | (variations annuelles et glissements semestriels en %) | | | |
|---------------------------|------|------|---|--|--------------------|----------------------------|
| 1999 | 2000 | 2001 | | Glissements semestriels ⁽¹⁾ | | 2001 1 ^{er} S. |
| | | | | 2000 | | |
| | | | | 1 ^{er} S. | 2 nd S. | |
| ÉTATS-UNIS (34,0%) | | | | | | |
| 4,2 | 5,0 | 1,7 | PIB | 2,6 | 0,8 | 0,4 |
| 10,7 | 13,7 | 4,4 | Importations (16%) | 7,2 | 4,1 | 0,5 |
| 5,3 | 5,3 | 2,2 | Consommation privée (68%) | 2,6 | 1,8 | 0,8 |
| 3,3 | 2,8 | 2,7 | Consommation publique (17%) | 0,9 | 0,4 | 1,6 |
| 9,2 | 9,2 | 1,3 | FBCF privée totale (17%) | 6,6 | 0,4 | 0,2 |
| 2,9 | 9,2 | 4,8 | Exportations (13%) | 4,9 | 2,2 | 2,2 |
| 5,7 | 5,7 | 2,2 | Contributions ⁽²⁾ : Demande intérieure hors stocks | 3,1 | 1,3 | 0,9 |
| -0,4 | 0,2 | -0,4 | Variations de stocks | 0,0 | -0,2 | -0,5 |
| -1,2 | -1,0 | -0,1 | Commerce extérieur | -0,6 | -0,5 | 0,1 |
| JAPON (17,2%) | | | | | | |
| 0,8 | 1,7 | 1,5 | PIB | 2,6 | 0,2 | 1,1 |
| 2,9 | 8,8 | 5,4 | Importations (11%) | 4,3 | 5,8 | 2,1 |
| 1,2 | 0,7 | 1,1 | Consommation privée (59%) | 2,1 | -0,6 | 0,6 |
| 4,0 | 3,4 | 1,5 | Consommation publique (9%) | 2,2 | 1,4 | 0,6 |
| -0,8 | 1,7 | 2,9 | FBCF totale (29%) | 1,5 | 2,6 | 2,5 |
| 1,3 | 12,0 | 3,9 | Exportations (14%) | 8,4 | 0,8 | 1,0 |
| 1,1 | 1,4 | 1,6 | Contributions ⁽²⁾ : Demande intérieure hors stocks | 1,9 | 0,6 | 1,1 |
| -0,2 | 0,0 | -0,1 | Variations de stocks | 0,3 | 0,0 | 0,0 |
| -0,1 | 0,5 | 0,0 | Commerce extérieur | 0,5 | -0,4 | 0,0 |
| ROYAUME-UNI (5,6%) | | | | | | |
| 2,2 | 3,1 | 2,5 | PIB | 1,4 | 1,2 | 1,2 |
| 7,6 | 9,1 | 6,8 | Importations (34%) | 4,5 | 3,5 | 3,0 |
| 4,4 | 3,9 | 3,1 | Consommation privée (63%) | 1,7 | 1,7 | 1,4 |
| 3,3 | 3,4 | 4,1 | Consommation publique (19%) | 2,5 | 1,7 | 1,7 |
| 6,1 | 1,6 | 2,2 | FBCF totale (18%) | -0,1 | -0,1 | 1,6 |
| 3,3 | 7,6 | 5,5 | Exportations (31%) | 4,3 | 2,7 | 2,5 |
| 4,6 | 3,5 | 3,3 | Contributions ⁽²⁾ : Demande intérieure hors stocks | 1,5 | 1,5 | 1,6 |
| -0,7 | 0,6 | 0,0 | Variations de stocks | 0,3 | 0,1 | 0,0 |
| -1,6 | -0,9 | -0,8 | Commerce extérieur | -0,3 | -0,4 | -0,3 |

■ Préviation

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

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

Source : Direction de la Préviation

nomie nipponne⁽³⁾. Les entreprises, devenues moins riches, mais toujours aussi endettées, ne sont plus en mesure d'emprunter. Elles doivent maintenant se concentrer sur la résorption de leurs excès de capacités. L'effort d'équipement en nouvelles technologies, qui a soutenu récemment la demande d'investissement, pourrait, comme dans le reste du monde, marquer le pas cette année. Toujours sous l'impact de la spéculation immobilière passée, le secteur de la construction continue d'être déprimé et n'est soutenu par à-coups que par les différents plans de relance publics.

Surtout, l'actif des banques japonaises demeure assis sur de nombreuses créances douteuses, comme l'atteste la recrudescence des faillites -à la fois en nombre et en passif total- dans la seconde moitié de 2000 (cf. graphique 7). Ainsi, c'est non seulement la demande, mais aussi une offre de crédit défaillante qui limitent la reprise de l'investissement.

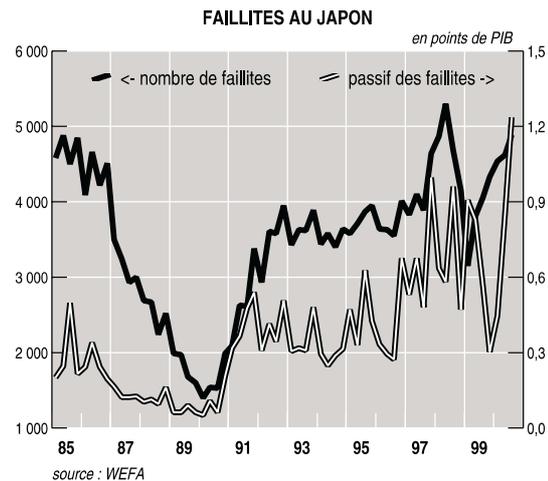
En l'absence d'une demande intérieure autonome, et en lien avec la forte inflexion du commerce international, l'activité économique serait proche de la stagnation au premier semestre.

Zones émergentes

Le ralentissement de l'activité aux États-Unis et au Japon a déjà commencé d'infléchir fortement les exportations asiatiques, ces deux pays totalisant environ 60% des exportations totales de la zone. L'Asie hors Japon va continuer de connaître une contraction importante de la demande qui lui est adressée. La demande intérieure ne permettrait pas de pérenniser la reprise amorcée en 1999, car à bien des égards, la situation en Asie est semblable à celle du Japon. La crise financière de 1997 continue aujourd'hui encore d'avoir des effets dépressifs persistants sur l'économie, car elle a durablement affaibli les capacités de financement des agents économiques. Le secteur productif se voit contraint de réduire ses excès de capacités en priorité, ce qui laisse peu de place à une reprise de l'investissement. Le secteur bancaire, où les créances douteuses demeurent très importantes dans des pays comme la Thaïlande ou la Corée, est fragile. L'assainissement en cours de l'actif empêche donc toute reprise du crédit au secteur privé : celui-ci ne cesse de ralentir depuis 1997. De plus, dans cette zone, la détérioration à venir des balances courantes est susceptible d'amplifier ce mécanisme, en augmentant l'endettement des agents nationaux libellé en dollars.

La situation est un peu plus favorable dans les autres zones émergentes. Relativement peu exposés au ralentissement américain, les pays d'Amérique latine -hors Mexique- devraient continuer de s'appuyer sur le dynamisme de leur demande intérieure et un commerce intra zone renaissant. La croissance au Brésil et au Chili devrait continuer de s'établir sur des pentes annuelles de 4 à 5%. Le retour à une politique monétaire plus accommodante aux États-Unis, ainsi qu'un plan de sauvetage du FMI pourraient redonner

7



un peu d'air à l'Argentine. Le Mexique, dont 80% des exportations sont réalisées à destination des États-Unis, connaîtrait une inflexion beaucoup plus forte de son activité.

Dans les PECO, la demande intérieure devrait continuer d'être dynamique et les économies demeureraient sous la surveillance étroite de la politique monétaire. L'inflexion en 2001 serait modérée, du fait de la faible exposition directe de cette zone à la conjoncture américaine. Au total, la croissance passerait d'un rythme de 7 à 6% en 2001. Néanmoins, en Russie, des doutes importants planent sur la capacité de l'économie à pérenniser la reprise alimentée par la hausse du prix du pétrole en 1999 et 2000 ainsi que par la dévaluation du rouble.

Le Royaume-Uni : une spécialisation dans le commerce international plutôt défavorable, mais une demande intérieure robuste

L'économie britannique a nettement ralenti au dernier trimestre de 2000 (+1,2% en rythme annualisé). Ce chiffre doit toutefois être relativisé, car l'essentiel de cette inflexion s'explique par le recul de la production d'énergie, secteur traditionnellement volatil. Bien qu'en léger repli, la demande intérieure demeure robuste, s'appuyant sur une progression importante du revenu.

La solidité de sa demande intérieure devrait permettre de préserver la croissance britannique à l'horizon de la prévision. En outre, le risque inflationniste semble désormais écarté. Toutefois, du fait de sa spécialisation dans le commerce international, le Royaume-Uni pourrait pâtir plus que ses partenaires de l'évolution actuelle de la conjoncture mondiale.

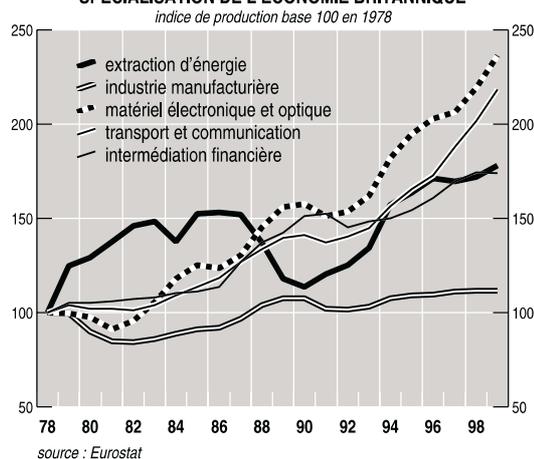
(3) Voir l'article de Ben Bernanke et S. Gertler "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations", (1989) *American Economic Review*.

La demande intérieure devrait demeurer bien orientée au premier semestre de 2001. La consommation privée s'adosserait à un revenu dynamique, porté par de fortes hausses de salaires (sur des pentes de 4 à 4,5%) et une modération des prix remarquable au regard du choc pétrolier passé (l'inflation continue de s'établir sur une pente d'environ 2% et devrait se réduire). Le bas niveau du chômage alimente la confiance des consommateurs et restreint l'épargne de précaution. Le taux d'épargne pourrait toutefois se redresser, du fait de l'atténuation des effets de richesse dus à l'inflation immobilière : la progression des prix de l'immobilier en 1999 et début 2000, qui avait augmenté la valeur du patrimoine des ménages, semble toucher à sa fin. Attestant de la vigueur continue de la consommation, les ventes de détail ont progressé de 1,3% au quatrième trimestre, et l'indice PMI - Reuters dans les services se maintient à un niveau élevé au mois de février. A l'approche des élections législatives, la politique budgétaire prend un tour expansionniste. Même si ses effets ne devraient pas se manifester à l'horizon de la prévision, elle pourrait limiter quelque peu les possibilités d'assouplissement de la politique monétaire par la Banque d'Angleterre.

Parallèlement, l'investissement, en déclin constant au cours de l'année 2000, devrait se redresser cette année. Les entreprises britanniques bénéficieraient de l'assouplissement des conditions monétaires, surtout par le biais du change. La livre sterling s'est dépréciée d'environ 10% par rapport à l'euro entre octobre 2000 et février 2001. En outre, la politique monétaire a pris un tour légèrement plus expansionniste : les taux directeurs ont été réduits de 25 points de base par la Banque d'Angleterre le 8 février dernier. Selon les résultats de la dernière enquête CIPS, l'optimisme dans l'industrie britannique - qui commerce autant avec la zone euro qu'avec les États-Unis - semble assez bien résister, en dépit de la récession de l'industrie américaine. L'offre de crédit ne devrait quant à elle pas limiter le rebond de l'investissement. Les banques britanniques ne se sont pas excessivement exposées aux créances douteuses au cours de ces dernières années et la part de prêts au secteur privé dans l'actif des banques anglaises est restée stable sur 1999 et 2000.

Jusqu'à la mi-2000, la demande mondiale des produits dans lesquels le Royaume-Uni est spécialisé a été particulièrement forte, mais elle devrait se tasser sensiblement dans les mois à venir. Relativement à ses partenaires commerciaux, en particulier la zone euro, le Royaume-Uni est en effet spécialisé dans la production de services financiers, de pétrole et, de manière moins accentuée, de technologies, médias et communication. La progression cumulée de la production d'énergie sur la période 1978-2000 s'établit à 80% ; le chiffre est comparable en ce qui concerne la production de services financiers en raison du poids de la place financière de Londres⁽⁴⁾. Ces activités se sont imposées au détriment du secteur manufacturier, qui n'a quasiment pas progressé entre

SPECIALISATION DE L'ECONOMIE BRITANNIQUE



1978 et 2000 (12%), en grande partie du fait du fort niveau de la livre qui a pénalisé les exportations de biens.

L'inflexion actuelle de l'activité mondiale devrait donc constituer un choc de demande particulièrement défavorable pour le Royaume-Uni. Le triplement des prix du pétrole entre la fin 1998 et le printemps 2000 lui avait permis d'engranger un revenu supplémentaire d'environ 0,7 point de PIB. Le retour du prix du pétrole aux alentours de 25\$ le baril à l'horizon de la prévision devrait occasionner une perte de revenu de l'ordre de 0,3 point de PIB.

La demande mondiale de services financiers devrait elle aussi se modérer quelque peu cette année. La correction boursière entamée au mois de mars 2000 sur les marchés mondiaux devrait amoindrir la demande d'actifs cotés sur la place de Londres. Cette correction pourrait en outre avoir un effet négatif sur la dynamique des fusions-acquisitions, dont le financement par offre publique d'échange ou émission obligataire est devenu plus difficile. D'ores et déjà, le rythme des fusions-acquisitions a fortement décru au tournant 2000/2001, après une année record. Cette évolution contribuera également à atténuer la demande étrangère adressée au Royaume-Uni.

Enfin, le Royaume-Uni dispose vis à vis de ses partenaires d'Europe continentale d'une relative spécialisation dans le secteur des technologies, médias et communication. L'économie britannique pourrait souffrir davantage que la zone euro d'un ralentissement des dépenses mondiales en nouvelles technologies.

Au total, l'économie britannique devrait continuer de progresser sur une pente annualisée de l'ordre de 2,5%. Cette croissance serait portée par le dynamisme de la demande intérieure, qui compenserait le ralentissement des exportations. ■

(4) En 1999, les exportations de services financiers constituaient 5% des exportations totales, contre moins de 0,5% en France et au Japon, et 1,5% aux États-Unis.

Conjoncture dans la zone euro

La croissance de la zone euro a atteint 3,4% en moyenne annuelle sur l'année 2000. Toutefois, après le dynamisme enregistré en première partie d'année, l'activité de la zone a décéléré au second semestre : les effets du prélèvement pétrolier se sont conjugués à la maturation du cycle industriel pour ramener le rythme de croissance à 2,5% l'an. L'essentiel du choc pétrolier semble avoir été absorbé par les ménages, dont la consommation a sensiblement ralenti dès l'été. L'investissement a également fléchi et contribué à éroder la demande intérieure.

Au premier semestre de 2001, la croissance resterait sur une pente annuelle proche de 2,5%. La zone euro devrait enregistrer un ralentissement marqué de ses exportations, du fait de la dégradation de l'environnement international mais aussi de la disparition progressive des gains de compétitivité liés à la faiblesse passée de l'euro. Toutefois, ce ralentissement serait compensé par le rebond de la demande inté-

rieure. Les baisses d'impôts mises en place dans plusieurs grands pays européens devraient s'ajouter à la poursuite des créations d'emplois pour alimenter la progression du revenu des ménages. Le repli de l'inflation, dû à la nette décélération des prix énergétiques, viendrait stimuler encore leur pouvoir d'achat.

Les disparités conjoncturelles nationales, qui s'étaient réduites au premier semestre de 2000, se sont à nouveau creusées. Un nouveau mouvement vers l'homogénéisation devrait intervenir au premier semestre de 2001, mais le ralentissement de l'activité mondiale pourrait freiner cette convergence. L'Allemagne et l'Italie, qui avaient déjà davantage souffert à l'hiver 98-99 des conséquences de la crise des pays émergents, pourraient subir un peu plus fortement le contrecoup du ralentissement de la demande mondiale.

PRÉVISIONS POUR LA ZONE EURO

(variations annuelles et trimestrielles en %)

| | Variations annuelles | | | Variations trimestrielles | | | | | | | | | | |
|---------------------------------------|----------------------|------|------|---------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|--|
| | 1998 | 1999 | 2000 | 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. | |
| PIB | | | | | | | | | | | | | | |
| Taux de croissance | 2,8 | 2,5 | 3,4 | 0,8 | 0,5 | 1,0 | 1,0 | 0,9 | 0,8 | 0,5 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | |
| Glissement annuel | - | - | - | 2,0 | 2,1 | 2,6 | 3,3 | 3,5 | 3,7 | 3,2 | 3,0 | 2,7 | 2,5 | |
| IMPORTATIONS | | | | | | | | | | | | | | |
| Taux de croissance | 9,5 | 6,7 | 10,4 | 1,0 | 2,6 | 2,6 | 2,7 | 2,2 | 2,3 | 2,6 | 3,2 | 2,0 | 2,0 | |
| Glissement annuel | - | - | - | 4,5 | 5,6 | 7,4 | 9,1 | 10,5 | 10,1 | 10,2 | 10,7 | 10,5 | 10,1 | |
| CONSOMMATION DES MÉNAGES | | | | | | | | | | | | | | |
| Taux de croissance | 3,1 | 2,9 | 2,5 | 0,9 | 0,3 | 0,8 | 0,7 | 0,8 | 0,7 | 0,1 | 0,3 | 0,8 | 0,7 | |
| Contribution | 1,7 | 1,6 | 1,4 | 0,5 | 0,1 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,1 | 0,2 | 0,4 | 0,4 | |
| Glissement annuel | - | - | - | 3,2 | 2,8 | 2,7 | 2,7 | 2,6 | 3,1 | 2,3 | 2,0 | 2,0 | 2,0 | |
| FBCF | | | | | | | | | | | | | | |
| Taux de croissance | 4,8 | 5,3 | 4,6 | 1,5 | 1,4 | 1,9 | 0,6 | 1,8 | 0,6 | 1,1 | 0,4 | 1,4 | 1,0 | |
| Contribution | 1,0 | 1,1 | 1,0 | 0,3 | 0,3 | 0,4 | 0,1 | 0,4 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | |
| Glissement annuel | - | - | - | 4,2 | 5,7 | 5,7 | 5,5 | 5,7 | 4,9 | 4,0 | 3,9 | 3,5 | 3,9 | |
| EXPORTATIONS | | | | | | | | | | | | | | |
| Taux de croissance | 7,0 | 4,7 | 11,7 | 0,4 | 3,2 | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 2,0 | 2,8 | 3,3 | 1,7 | 1,5 | |
| Glissement annuel | - | - | - | 0,6 | 2,6 | 5,8 | 10,0 | 12,8 | 11,4 | 11,2 | 11,6 | 10,1 | 9,6 | |
| DEMANDE INTÉRIEURE HORS STOCKS | | | | | | | | | | | | | | |
| Taux de croissance | 3,0 | 3,1 | 2,8 | 1,0 | 0,5 | 1,0 | 0,6 | 1,0 | 0,6 | 0,3 | 0,4 | 0,9 | 0,7 | |
| Contribution | 2,9 | 3,0 | 2,8 | 0,9 | 0,5 | 1,0 | 0,6 | 1,0 | 0,6 | 0,3 | 0,4 | 0,8 | 0,7 | |
| Glissement annuel | - | - | - | 3,0 | 3,2 | 3,2 | 3,1 | 3,1 | 3,2 | 2,6 | 2,4 | 2,3 | 2,4 | |
| ÉCHANGES EXTÉRIEURS | | | | | | | | | | | | | | |
| Contribution | -0,5 | -0,5 | 0,6 | -0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,3 | -0,1 | 0,1 | 0,1 | -0,1 | -0,1 | |
| STOCKS | | | | | | | | | | | | | | |
| Contribution | 0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,2 | -0,1 | 0,2 | -0,3 | 0,2 | 0,1 | 0,2 | -0,1 | 0,0 | |

■ Prévision

L'activité industrielle de la zone euro poursuivrait son mouvement de légère décélération au premier semestre de 2001

Après la forte croissance enregistrée de la mi-99 à la mi-2000, l'activité en zone euro a ralenti sous l'effet du prélèvement pétrolier et de la maturation du cycle industriel. Au quatrième trimestre de 2000, l'activité dans l'industrie manufacturière s'est établie sur une pente proche de 5,5%, après les rythmes plus soutenus, supérieurs à 7%, observés jusqu'en milieu d'année. Parallèlement, l'indice synthétique calculé par l'Insee, résumant la tonalité des enquêtes de conjoncture dans l'industrie manufacturière de la zone euro, s'est infléchi tout en demeurant pour l'heure à un niveau élevé, compatible avec une activité encore soutenue. La dégradation des perspectives de production, en début d'année 2001, reflète en partie les incertitudes liées à l'évolution récente de l'environnement international. Toutefois, le niveau élevé des commandes en fin d'année 2000, en Allemagne notamment, devrait continuer d'alimenter la production en début d'année 2001. Au total, celle-ci ralentirait légèrement au premier semestre, sur une pente de l'ordre de 4% en rythme annualisé.

La demande intérieure rebondirait au premier semestre de 2001

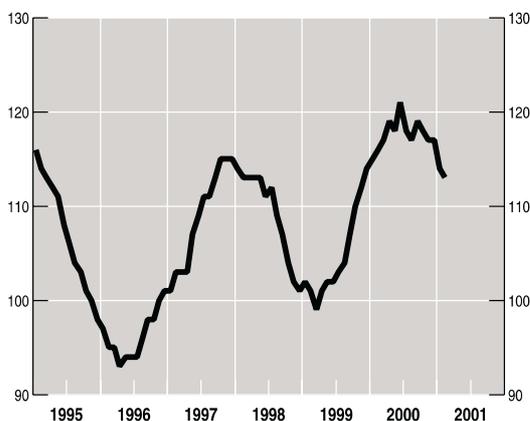
L'investissement conserverait son dynamisme

L'investissement s'est infléchi au deuxième semestre de 2000, progressant sur un rythme de croissance annualisé de +3%, après +5% au premier semestre. Le profil de l'investissement est contrasté à la fois selon les pays et au cours du semestre. Très dynamique en France tout au long de la deuxième partie de 2000, il est resté faible en Allemagne. Toutefois, cette faiblesse provient essentiellement des reculs marqués et persistants de l'investissement en construction (-4% en rythme annualisé tout au long de l'année). Par ailleurs, l'investissement productif allemand n'a pas bénéficié autant qu'attendu des ef-

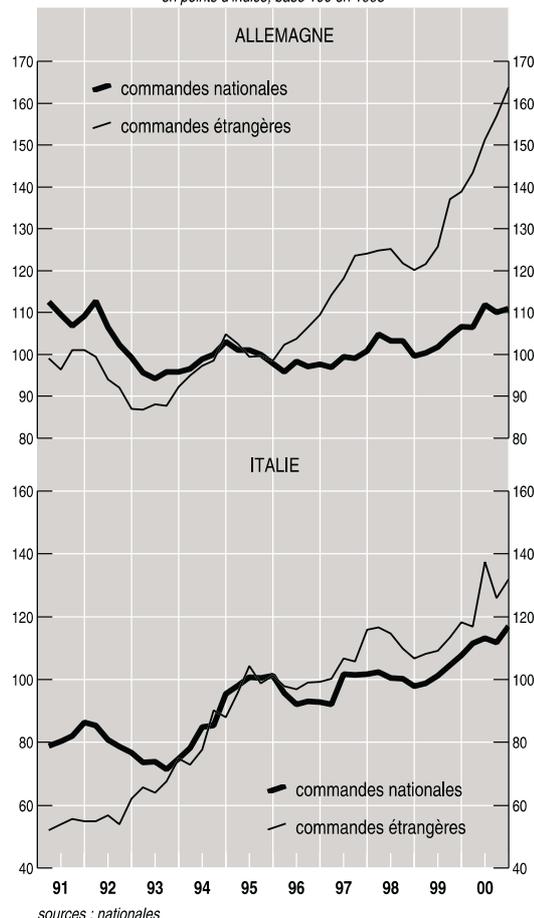
fets liés au durcissement des règles d'amortissement, entré en vigueur au 1er janvier 2001. En Espagne, après un troisième trimestre très dynamique (+2,5% en variation trimestrielle), la fin de l'année est marquée par un recul (-2%), emmené par l'investissement productif. Le secteur de la construction est dynamique en Espagne comme en Italie.

Au premier semestre de 2001, l'investissement de la zone euro devrait accélérer quelque peu, pour se rapprocher d'un rythme de croissance annualisé de

INDICATEUR SYNTHÉTIQUE DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE EN ZONE EURO

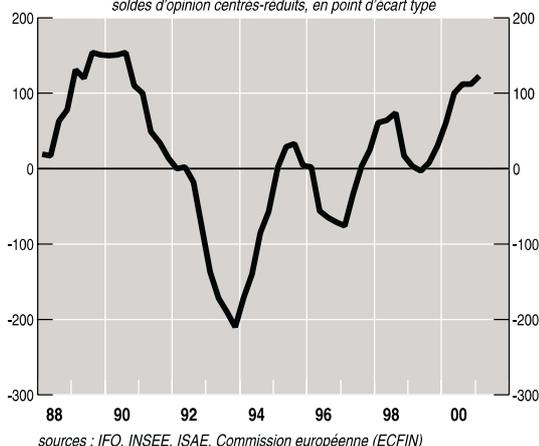


COMMANDES
en points d'indice, base 100 en 1995



sources : nationales

TAUX D'UTILISATION DES CAPACITES EN ZONE EURO
soldes d'opinion centrés-réduits, en point d'écart type



sources : IFO, INSEE, ISAE, Commission européenne (ECFIN)

+5%. Malgré le contexte de modération de l'activité industrielle, les enquêtes de conjoncture font état de capacités de production jugées très insuffisantes par les entrepreneurs. Par ailleurs, les conditions monétaires demeurent favorables aux investisseurs. Enfin, les commandes domestiques en biens d'équipements s'établissent à des niveaux très élevés tant en Allemagne qu'en Italie, laissant augurer une forte progression de l'investissement au début de 2001.

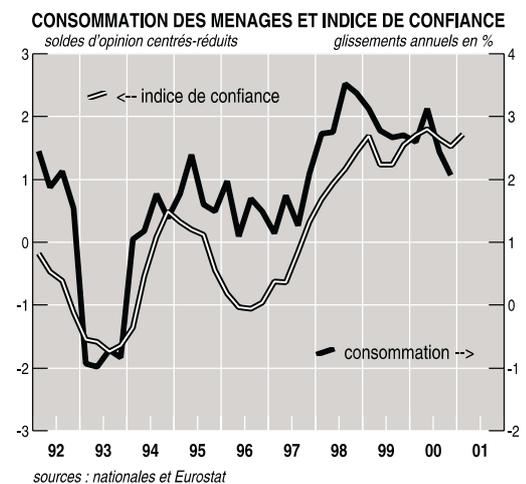
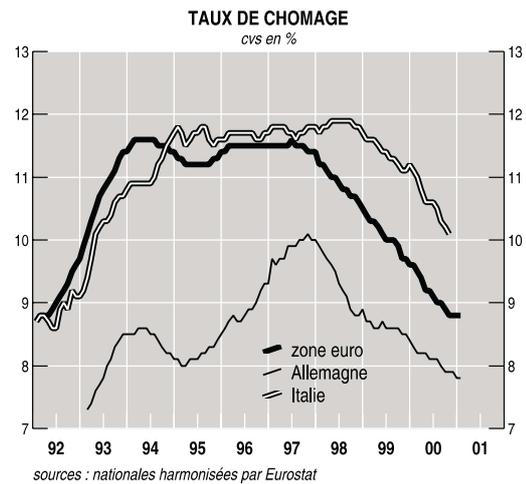
La consommation accélérerait sensiblement

En l'espace de deux ans, le taux de chômage en zone euro a chuté d'un point et demi, passant de 10,3% à 8,8% de la population active. Un dynamisme industriel solide et surtout le développement de secteurs riches en main-d'œuvre tels que les services et la construction ont permis de fortes créations d'emploi. Celles-ci ont également bénéficié des mesures visant à diminuer les charges et à accroître la flexibilité du marché du travail dans un certain nombre de pays (Italie et Espagne notamment). Au second semestre, toutefois, le rythme annualisé des créations d'emplois salariés dans le secteur privé s'est infléchi en Allemagne et en Espagne, passant respectivement de +2% à +1%, et de +4% à +2%. En France, en revanche, l'emploi est resté dynamique, à un rythme quasiment stable, supérieur à 3% dans le secteur privé. Au premier semestre de 2001, les créations d'emplois dans la zone pourraient conserver un rythme de croissance comparable à celui du semestre précédent.

Malgré la hausse de l'inflation enregistrée au second semestre de 2000, les salaires sont restés modérés, progressant à des rythmes de l'ordre de 2% dans la plupart des pays de la zone. En 2001, avec l'expiration des accords passés dans plusieurs secteurs, des renégociations salariales sont en cours ou à venir. Elles devraient se solder, notamment en Italie et en Espagne, par une compensation des pertes de pouvoir d'achat liées aux hausses de prix enregistrées depuis le printemps 2000. Toutefois, l'évolution des salaires en zone euro, bien qu'en accélération, devrait demeurer modérée.

En 2000, l'inflation de la zone euro a continuellement augmenté, en lien avec la hausse des prix de l'énergie. Toutefois, après le pic de +2,9% atteint en novembre 2000, le glissement annuel de l'IPCH s'est établi à +2,6% en février 2001 et, sous l'hypothèse d'une stabilisation du taux de change de l'euro à 0,95\$ et des cours du pétrole à 25\$/baril, l'inflation devrait décroître à +2,1% à la mi-2001. L'impact des décisions en matière de fiscalité indirecte freinerait légèrement ce mouvement (hausse de l'écotaxe en Allemagne et de la TVA aux Pays-Bas au début de 2001 ; disparition en avril prochain de l'impact de la baisse de la TVA intervenue en avril 2000 en France). Cette décade de l'inflation donnerait du pouvoir d'achat supplémentaire aux ménages.

La consommation, très dynamique au premier semestre de 2000, a fortement ralenti en seconde partie d'année (moins de 1% en rythme annualisé après 3%). Le prélèvement pétrolier est le principal res-



ponsable de ce recul, car la poursuite du mouvement de créations d'emplois, bien que sur un rythme ralenti, a continué de soutenir la progression du pouvoir d'achat des ménages. Début 2001, le revenu disponible des ménages devrait bénéficier de la baisse de l'inflation, mais également de baisses d'impôts dans les principaux pays de la zone. Ces politiques ont été mises en place dès le quatrième trimestre de 2000 dans certains pays (France, Italie) et au début de 2001 dans d'autres (Allemagne). L'accélération du revenu réel qui en résulte permettrait un rebond de la consommation privée sur une pente de croissance de 3% au premier semestre de 2001, d'autant que la confiance des ménages a rejoint en début d'année des niveaux élevés, comparables à ceux du premier semestre de 2000. Ce regain de vigueur de la consommation privée devrait être généralisé dans les pays de la zone. L'ampleur de ce mouvement pourrait être accentuée en France et en Allemagne.

Au total, après une décélération marquée au second semestre de 2000, la demande intérieure hors stocks rebondirait (+3¼% au premier semestre de 2001 après +1½% en rythme annualisé). Le profil sur le semestre reflète essentiellement des effets de rattr-

PIB DES PRINCIPAUX PAYS DE LA ZONE EURO
(variations annuelles et trimestrielles en %)

| Variations annuelles | | | Variations trimestrielles | | | | | | | |
|----------------------|------|---|---------------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|
| 1999 | 2000 | | 1999 | | 2000 | | | | 2001 | |
| | | | 3 ^e T. | 4 ^e T. | 1 ^{er} T. | 2 ^e T. | 3 ^e T. | 4 ^e T. | 1 ^{er} T. | 2 ^e T. |
| ALLEMAGNE | | | | | | | | | | |
| 1,4 | 3,1 | PIB | 0,9 | 0,9 | 1,0 | 1,2 | 0,3 | 0,2 | 0,6 | 0,6 |
| 7,8 | 10,8 | Importations | 2,3 | 1,6 | 2,2 | 3,2 | 2,6 | 5,5 | 1,9 | 1,9 |
| 2,5 | 1,7 | Consommation des ménages | 0,6 | 0,5 | 0,1 | 1,5 | -0,4 | 0,1 | 0,8 | 0,8 |
| -0,1 | 1,4 | Consommation publique | 0,6 | -0,2 | 1,7 | -0,2 | -0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,7 |
| 2,9 | 3,0 | FBCF totale | 2,2 | -0,3 | 1,6 | 0,0 | 0,8 | -0,1 | 0,9 | 1,0 |
| 4,6 | 14,0 | Exportations | 3,3 | 2,2 | 4,4 | 2,8 | 2,8 | 4,5 | 1,8 | 1,5 |
| 2,0 | 1,9 | <i>Contributions⁽¹⁾ : Demande intérieure hors stocks</i> | 1,0 | 0,2 | 0,8 | 0,8 | -0,1 | 0,1 | 0,8 | 0,8 |
| 0,2 | 0,1 | <i>Variations de stocks</i> | -0,4 | 0,5 | -0,6 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | -0,1 | 0,0 |
| -0,8 | 1,1 | <i>Commerce extérieur</i> | 0,3 | 0,2 | 0,7 | -0,1 | 0,1 | -0,3 | 0,0 | -0,1 |
| ITALIE | | | | | | | | | | |
| 1,6 | 2,9 | PIB | 0,7 | 0,8 | 1,1 | 0,2 | 0,6 | 0,8 | 0,6 | 0,6 |
| 5,2 | 9,1 | Importations | -0,3 | 6,2 | -0,3 | 4,1 | 2,7 | 0,2 | 1,9 | 1,8 |
| 2,1 | 3,3 | Consommation des ménages | 0,6 | 0,9 | 1,2 | 0,9 | 0,6 | 0,5 | 0,7 | 0,7 |
| 1,6 | 1,7 | Consommation publique | 0,6 | 0,6 | 0,5 | 0,1 | 0,3 | 0,5 | 0,3 | 0,3 |
| 4,6 | 6,1 | FBCF totale | 2,0 | 2,0 | 2,0 | 1,2 | 0,6 | 0,1 | 1,3 | 1,3 |
| 0,1 | 10,4 | Exportations | 2,6 | 3,4 | -0,2 | 2,4 | 7,7 | 1,3 | 1,5 | 1,5 |
| 2,5 | 3,5 | <i>Contributions⁽¹⁾ : Demande intérieure hors stocks</i> | 0,9 | 1,1 | 1,2 | 0,8 | 0,5 | 0,4 | 0,8 | 0,7 |
| 0,4 | -1,0 | <i>Variations de stocks</i> | -0,9 | 0,4 | -0,1 | -0,2 | -1,3 | 0,1 | 0,0 | 0,0 |
| -1,3 | 0,3 | <i>Commerce extérieur</i> | 0,7 | -0,7 | 0,0 | -0,5 | 1,4 | 0,3 | -0,1 | -0,1 |
| ESPAGNE | | | | | | | | | | |
| 4,0 | 4,1 | PIB | 0,9 | 1,1 | 1,4 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,8 | 0,8 |
| 11,9 | 10,4 | Importations | 3,3 | 3,8 | 1,1 | 1,8 | 2,9 | 0,6 | 2,3 | 2,5 |
| 4,7 | 4,0 | Consommation des ménages | 1,2 | 1,2 | 1,7 | 0,6 | 0,2 | 0,1 | 0,8 | 0,7 |
| 2,9 | 2,6 | Consommation publique | -0,4 | 1,4 | 0,4 | 1,0 | 0,7 | 0,5 | 0,5 | 0,6 |
| 8,9 | 5,9 | FBCF totale | 1,6 | 2,1 | 1,7 | 0,0 | 2,5 | -2,0 | 1,8 | 1,7 |
| 6,6 | 10,8 | Exportations | 0,9 | 4,1 | 1,1 | 3,5 | 2,5 | 3,6 | 2,0 | 2,0 |
| 5,4 | 4,2 | <i>Contributions⁽¹⁾ : Demande intérieure hors stocks</i> | 1,0 | 1,5 | 1,5 | 0,5 | 0,8 | -0,4 | 1,0 | 1,0 |
| 0,2 | -0,1 | <i>Variations de stocks</i> | 0,6 | -0,4 | -0,1 | -0,3 | 0,1 | 0,2 | -0,1 | 0,0 |
| -1,5 | -0,1 | <i>Commerce extérieur</i> | -0,7 | 0,0 | 0,0 | 0,5 | -0,2 | 0,9 | -0,1 | -0,2 |

■ Prévission

(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.
Sources : Direction de la prévision et Comptes trimestriels nationaux.

page concernant la consommation privée et l'investissement au premier trimestre. Alors que les enquêtes de conjoncture font état de stocks jugés à nouveau proches de leur niveau moyen, le regain de vigueur de la demande intérieure pourrait se traduire également par un léger déstockage.

La contribution des échanges extérieurs deviendrait légèrement négative

Les importations, déjà très dynamiques au premier semestre de 2000, ont encore accéléré au second (12% en rythme annualisé après 9%), en lien notamment avec l'accélération des exportations. Celles-ci, malgré le ralentissement de la demande mondiale,

ont bénéficié des effets de compétitivité-prix liés à la faiblesse passée de l'euro. En moyenne sur le deuxième semestre de 2000, le commerce extérieur a soutenu la croissance à hauteur de 0,1 point de PIB par trimestre.

Au premier semestre de 2001, la contribution des échanges extérieurs deviendrait légèrement négative. Les exportations devraient ralentir très fortement sous l'effet de l'érosion de l'activité mondiale. Parallèlement, les importations, soutenues par une demande intérieure vigoureuse, demeureraient sur une pente annuelle de l'ordre de +8%. ■

Prix à la consommation au sein de la zone euro

Après s'être redressée continûment au cours de l'année 2000, l'inflation dans la zone euro a atteint un pic à +2,9% en novembre 2000, reflet des soubresauts du choc pétrolier. Depuis, le glissement annuel des prix a diminué aux alentours de +2,5%. Après une légère augmentation à l'automne, l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) s'est stabilisée autour de +1,6% depuis la fin de l'année 2000.

Le repli récent de l'inflation dans la zone euro résulte essentiellement de la baisse rapide des prix du pétrole, qu'accompagne une appréciation de l'euro. Ce mouvement masque la hausse des prix alimentaires.

Sous l'hypothèse d'une stabilisation de l'euro à 0,95\$ et des prix du pétrole à 25\$ le baril d'ici la fin du printemps, les effets du choc pétrolier devraient continuer de s'estomper progressivement. Les prix alimentaires resteraient cependant dynamiques en raison des crises que traverse l'agriculture européenne (ESB et épizootie de fièvre aphteuse). Au total, l'inflation dans la zone euro devrait continuer de se replier pour atteindre +2,1% en juin 2001.

Les derniers soubresauts du choc pétrolier

Le glissement annuel des prix s'établit à +2,6% en février 2001, contre +2,0% un an auparavant. A l'occasion d'un ultime rebond des prix du pétrole en no-

vembre 2000, l'inflation de la zone euro a culminé à +2,9%. La baisse sensible des prix du pétrole enregistrée depuis a permis un repli rapide de l'inflation au tournant de l'année 2001.

Depuis le mois de décembre 2000, le reflux des prix de l'énergie alimente le repli de l'inflation dans la zone euro. Il contribue pour -0,3 point à la baisse du glissement annuel d'ensemble par rapport au mois de février 2000. Le glissement annuel des prix des carburants, qui s'était maintenu au-dessus de 20,0% durant les trois premiers trimestres de l'année 2000, a fortement diminué pour s'établir à +6,3% en février 2001.

Dans le même temps, les prix alimentaires ont connu une nette accélération (+3,0 points de glissement annuel) en raison du dynamisme des prix des produits frais et de la viande. La crise de l'ESB se traduit en effet depuis le mois de décembre 2000 par une nette progression des prix de ce poste (+4,7% en glissement annuel en janvier 2001 contre +3,1% en novembre 2000). Au total, les prix alimentaires contribuent pour +0,5 point à la hausse du glissement annuel de l'indice d'ensemble entre février 2000 et février 2001.

L'inflation sous-jacente⁽¹⁾ s'est stabilisée depuis le dernier trimestre 2000 autour de +1,6% contre environ +1,0% début 2000. Les légères accélérations des

(1) Mesurée comme le glissement annuel des prix de l'indice hors énergie et alimentation.

INFLATION DE LA ZONE EURO

(glissement annuel de l'IPCH, en %)

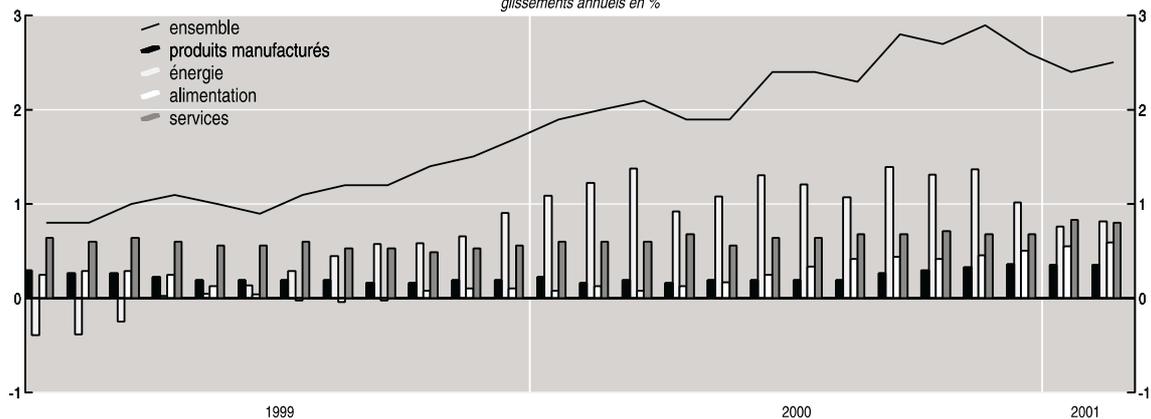
| Secteurs (poids dans l'indice) | février 2000 | février 2001 | mars 2001 | juin 2001 |
|--|--------------|--------------|------------|------------|
| Ensemble (100,0%) | 2,0 | 2,6 | 2,3 | 2,1 |
| Produits alimentaires (16,4%) | 0,2 | 3,2 | 3,4 | 3,6 |
| Boissons alcoolisées et tabac (4,0%) | 2,5 |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

■ Préviation
Source : Eurostat

DECOMPOSITION DE L'INFLATION ZONE EURO

contributions des grands postes

glissements annuels en %



prix des produits manufacturés au second semestre 2000 (+0,5 point de glissement annuel) puis des prix des services depuis le début de l'année 2001 (+0,4 point) contribuent pour +0,4 point à l'augmentation du glissement annuel de l'indice d'ensemble entre février 2000 et février 2001. Les effets retardés de la dépréciation de l'euro et de la diffusion à d'autres secteurs du renchérissement des prix du pétrole demeurent limités : les hausses de prix des produits manufacturés et des services sont comparables en rythme annuel à celles enregistrées en 1998. Aucun effet marqué de second tour ne semble donc devoir être observé.

D'un pays à l'autre, une absorption plus ou moins rapide du choc pétrolier

Au début de l'année 2001, l'inflation se replie dans la plupart des pays de la zone euro pour rejoindre son niveau du premier trimestre 2000. Elle demeure partout supérieure à +2,0% à l'exception de la France (+1,4%).

Sur un an, le surcroît d'inflation reste inférieur à +1,0 point dans tous les pays, sauf au Portugal (+3,3 points) et aux Pays-Bas (+3,4 points) en raison de spécificités liées à la fiscalité de ces deux pays. Aux Pays-Bas, le taux général de TVA a été relevé de 17,5% à 19% en janvier 2001. Au Portugal, dernier pays de la zone où les prix énergétiques sont intégralement administrés, les récentes baisses des prix du pétrole tardent à être répercutées sur les prix à la consommation de l'énergie, si bien que ceux-ci continuent de progresser de +10,0% en glissement annuel au premier trimestre de 2001.

L'Irlande ayant connu un net repli de son inflation au début de l'année 2001 (-2,1 points de glissement annuel entre octobre 2000 et février 2001), c'est désormais les Pays-Bas qui connaissent la plus forte inflation (+4,9%) en raison des hausses de TVA évoquées plus haut. L'écart maximal d'inflation entre les pays de la zone euro est stable sur un an et s'établit à +3,5 points en février 2001.

INFLATION DE LA ZONE EURO PAR PAYS

(glissement annuel de l'IPCH, en %)

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

Source : Eurostat

La Grèce a rejoint la zone euro en janvier 2001. Ce pays connaît une inflation qui, bien que toujours supérieure à la moyenne de la zone euro, est désormais similaire à celle de pays tels que l'Espagne, la Belgique ou le Luxembourg.

Diminution du risque inflationniste

Les salaires nominaux ont continué de progresser en 2000 à un rythme modéré et ils ne devraient pas accélérer sensiblement au premier semestre 2001. La hausse des prix de l'énergie en 2000 ne se traduirait donc pas par l'enclenchement d'une boucle prix-salaires.

Reflète de la reprise industrielle des deux dernières années, les taux d'utilisation des capacités de production ont atteint des niveaux élevés en 2000. Ce mouvement semble toutefois s'essouffler sous l'effet du ralentissement industriel à l'œuvre depuis le second semestre de 2000 et du dynamisme des inves-

ÉCART D'INFLATION AU SEIN DE LA ZONE EURO

Au sein de la zone euro, le glissement annuel des prix a progressé de 0,5 point au cours de l'année 2000 (voir tableau). Au tournant de l'année 2001, l'inflation dans la zone euro ralentit significativement, traduisant la progressive disparition des effets du choc pétrolier. Ce retour à une inflation plus modérée recouvre toutefois des situations nationales contrastées comme en atteste l'écart d'inflation maximal, stable à plus de 3 points.

Dans les grands pays (France, Allemagne, Italie), l'inflation sous-jacente a peu accéléré et les risques d'effets de second tour sont faibles en raison de la modération salariale. L'inflation totale se replie donc à mesure de l'atténuation des effets du choc pétrolier sur les prix de l'énergie.

Néanmoins, le rythme de baisse a légèrement différé en raison des mesures fiscales nationales destinées à accommoder le choc pétrolier (TIPP flottante en France par exemple). Ces différences devraient à leur tour se résorber au cours de l'année 2001.

En revanche, pour cinq pays (Espagne, Portugal, Irlande, Pays-Bas et Grèce), l'inflation reste significativement supérieure à la moyenne de la zone euro. Toutefois, ce dynamisme des prix ne nourrit pas de risque inflationniste fondamental : il s'explique par des phénomènes locaux de rattrapage économique et des problèmes transitoires de synchronisation ou de convergence de certaines économies.

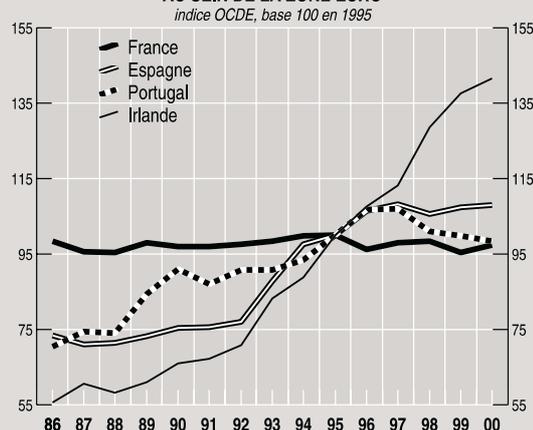
Le phénomène de rattrapage économique (effet Balassa-Samuelson) en Irlande, Espagne et Portugal

La persistance de niveaux élevés d'inflation traduit le processus de rattrapage par les prix dans lequel sont engagés les pays où l'activité a été la plus dynamique ces deux dernières années. Dans ces pays, le secteur des biens échangeables (produits manufacturés) dégage des gains de productivité rapides autorisant des hausses de

salaires plus élevées que la moyenne de la zone. Ces hausses de salaires se diffusent ensuite au reste de l'économie. Dans le secteur abrité de la concurrence internationale (services), les entreprises ajustent alors leurs prix au relèvement des coûts de production puisque les gains de compétitivité dans ce secteur sont limités.

Ce phénomène, connu sous le nom d'effet Balassa-Samuelson, ne devrait pas constituer *a priori* une difficulté pour la politique monétaire : le surcroît d'inflation constaté dans le secteur abrité ne résulte pas d'une "surchauffe" mais traduit l'ajustement du niveau général des prix aux gains de compétitivité dans le secteur exposé à la concurrence internationale. L'Irlande, l'Espagne et le Portugal connaissent, ou ont connu dans une période récente, ce type de gains de compétitivité (voir graphique) entraînant une progression plus élevée que la moyenne des coûts salariaux et la persistance d'une forte contribution des services à l'inflation.

COMPÉTITIVITÉ A L'EXPORT DES PRODUITS MANUFACTURÉS AU SEIN DE LA ZONE EURO



| | Inflation | | Sous-jacent | | Produits manufacturés ⁽²⁾ | | Services ⁽²⁾ | | Coûts salariaux unitaires ⁽³⁾ | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------------------------------|--------------|-------------------------|--------------|--|------------|------------|
| | janvier 2000 | janvier 2001 | janvier 2000 | janvier 2001 | janvier 2000 | janvier 2001 | janvier 2000 | janvier 2001 | 1998 | 1999 | 2000 |
| Zone euro | 1,9 | 2,4 | 1,1 | 1,6 | 0,2 | 0,4 | 0,6 | 0,8 | 0,5 | 1,7 | 1,1 |
| Allemagne | 1,9 | 2,2 | 0,8 | 1,2 | 0,1 | 0,2 | 0,5 | 0,7 | -0,1 | 0,8 | 0,0 |
| France | 1,7 | 1,4 | 0,7 | 0,7 | 0,2 | 0,1 | 0,3 | 0,4 | 0,6 | 0,9 | 1,0 |
| Italie | 2,2 | 2,7 | 1,9 | 2,2 | 0,5 | 0,7 | 0,9 | 0,9 | -2,7 | 2,2 | 1,0 |
| Espagne | 2,9 | 3,8 | 2,3 | 3,5 | 0,5 | 0,8 | 1,1 | 1,6 | 2,7 | 3,1 | 2,9 |
| Belgique | 2,1 | 2,8 | 0,2 | 0,5 | 0,2 | 0,3 | 0,7 | 0,5 | 1,4 | 0,8 | 0,8 |
| Pays-Bas | 1,6 | 4,5 | 1,1 | 3,3 | 0,3 | 0,9 | 0,5 | 1,4 | 2,4 | 2,6 | 2,4 |
| Portugal | 1,9 | 4,4 | 2,6 | 3,4 | 0,5 | 0,6 | 1,3 | 1,6 | 7,5 | 5,3 | 4,2 |
| Finlande | 2,3 | 2,9 | 1,6 | 2,7 | 0,0 | 0,4 | 1,1 | 1,4 | 1,9 | 0,5 | 0,8 |
| Autriche | 1,4 | 2,2 | 0,8 | 1,9 ⁽¹⁾ | 0,0 | 0,3 | 0,6 | 1,1 | 1,4 | 2,0 | 0,0 |
| Irlande | 4,4 | 3,9 | 3,0 | 3,7 | -0,1 | 0,4 | 2,0 | 2,0 | 3,2 | 1,9 | 2,2 |
| Grèce | 2,4 | 3,2 | 1,5 | 3,1 | 0,0 | 0,8 | 1,0 | 1,2 | 9,0 | 2,6 | 3,7 |

(1) : le rebond de l'inflation sous-jacente en Autriche traduit un effet de base (forte baisse en janvier 2000) qui se résorbe dès le mois de février (+1,3% en inflation sous-jacente, +1,8% en inflation totale).

(2) : contribution à l'inflation totale.

(3) : taux de croissance annuel.

Sources : Eurostat, OCDE.

Si l'Irlande a continué d'enregistrer en 2000 de forts gains de compétitivité, ce phénomène s'est en revanche essoufflé en Espagne et au Portugal depuis 1998. En fin de rattrapage économique, le surcroît d'inflation résiduel favorise un ralentissement de l'activité qui entraîne à son tour un apaisement des tensions inflationnistes.

Avance conjoncturelle et fiscalité aux Pays-Bas

Une activité plus soutenue aux Pays-Bas que dans le reste de la zone engendre temporairement un écart d'inflation. Celui-ci contribue en retour à résorber le décalage conjoncturel. En 2000, l'activité ralentit pour se caler sur le cycle européen. Ce ralentissement devrait maintenant favoriser le repli de l'inflation.

La nette accélération de l'inflation néerlandaise au premier trimestre 2001 s'explique en outre pour moitié par une hausse du taux général de TVA de 17,5% à 19% en

janvier, à laquelle s'ajoute en février une hausse des taxes sur le tabac. Ces mesures conduisent à un surcroît d'inflation estimé à 1 point qui masque le ralentissement des prix, amorcé à la fin de l'année 2000 dans les services et l'énergie.

Efforts de convergence en Grèce

La Grèce enregistre ces trois dernières années les plus forts gains de productivité de la zone euro derrière l'Irlande, ce qui explique l'existence de salaires dynamiques. Le risque inflationniste est cependant faible en Grèce du fait du prolongement de l'effort de convergence engagé en 1998-1999. L'inflation sous-jacente a en effet décéléré de +5,5% en 1998 à +1,6% en 2000, tandis que les coûts salariaux unitaires, qui progressaient à des rythmes supérieurs à +10,0% jusqu'en 1997, ont fortement ralenti (*voir tableau*). ■

tissements. Le risque inflationniste perdrait donc de son acuité au premier semestre 2001, comme l'atteste le repli des perspectives de prix de vente des industriels de la zone euro au premier trimestre 2001.

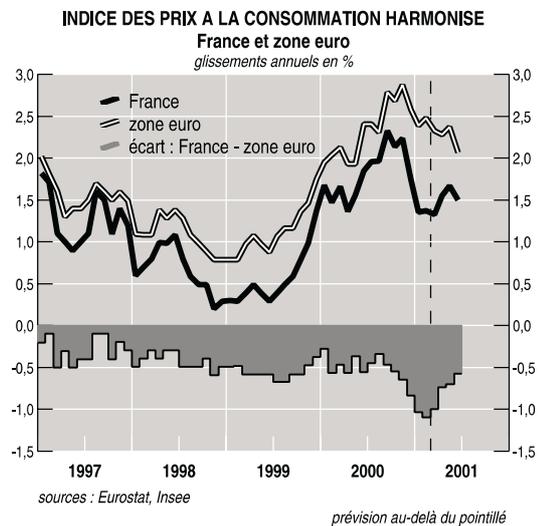
Les prix alimentaires freinent le repli de l'inflation au premier semestre de 2001

Sous l'hypothèse d'une stabilité du taux de change de l'euro (0,95 dollar pour un euro) et des prix du pétrole (25\$/bl pour le brent), l'inflation dans la zone euro devrait s'infléchir au cours du premier semestre pour atteindre +2,1% en juin 2001 après +2,6% en février.

La stabilisation des prix du pétrole devrait se traduire dans les prochains mois par un net repli du glissement annuel des prix de l'énergie. Ceux-ci contribueraient alors au ralentissement de l'inflation totale pour -0,5 point entre février et juin 2001.

En revanche, les prix alimentaires resteraient durablement dynamiques, passant de +3,1% en février 2001 à +3,5% en juin en réaction aux crises que traverse l'agriculture européenne (ESB et fièvre aphteuse). L'inflation dans le secteur de l'alimentation freinerait donc le mouvement de baisse du glissement annuel de l'indice d'ensemble, avec une contribution de +0,1 point.

Dans un contexte de tensions modérées et de tassement de l'activité dans la zone euro, l'inflation sous-jacente évoluerait peu et s'établirait à +1,6% en juin 2001. Sa contribution à la variation de l'inflation totale serait donc de l'ordre de -0,1 point au premier semestre de 2001.



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

L'écart d'inflation (mesuré selon l'IPCH) entre la zone euro et la France s'est accru progressivement durant l'année 2000 : de 0,5 point en février 2000 il passe à 1,2 point en février 2001. L'élargissement de l'écart d'inflation s'explique avant tout par des mesures fiscales nationales touchant en particulier le poste énergie.

Plus précisément, deux mesures fiscales spécifiques à la France ont contribué à élargir cet écart d'inflation : la baisse du taux normal de TVA en avril 2000 et la baisse de la TIPP en octobre 2000, visant à accommoder le choc pétrolier. La disparition progressive de la prise en compte dans l'inflation française de ces mesures fiscales devrait ramener à l'horizon de l'automne prochain l'écart d'inflation entre la zone euro et la France autour de la moyenne observée antérieurement (0,5 point). ■

Pétrole et matières premières

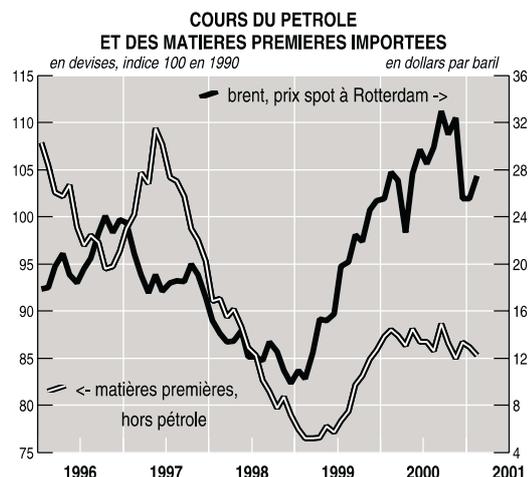
L'épisode de choc à la hausse sur le prix du pétrole semble avoir pris fin en décembre 2000. Le prix du baril de Brent est passé de 32,4\$ en novembre 2000 à 25,6\$ en décembre 2000. Après une légère remontée en début d'année, la fin de l'hiver et le ralentissement mondial de l'activité à l'œuvre pèseraient sur les cours.

Toutefois, l'OPEP a à nouveau décidé de réduire ses quotas de production en mars, ce qui limiterait l'ampleur de la diminution. A l'horizon du premier semestre de 2001, le prix du baril se stabiliserait autour de 25\$.

Les cours en devises des autres matières premières sont stabilisés. La remontée de l'euro devrait permettre à leurs prix en francs de retrouver des niveaux plus modérés à l'horizon du printemps. Le prix des métaux devrait diminuer légèrement, tandis que la baisse serait un peu plus franche pour les matières agro-alimentaires. Le prix des matières alimentaires serait stable.

Stabilisation du prix du baril de Brent à 25\$

Le prix du pétrole s'est stabilisé aux environs de 26-27\$ le baril de Brent depuis le mois de décembre 2000, date à laquelle il a chuté de 20%. Auparavant, du début 1999 à novembre 2000, il s'était inscrit en forte hausse. Il avait été multiplié par quatre sur cette période. La décision de l'OPEP de réduire ses quotas de production en mars 1999 est à l'origine de ce mouvement. Par la suite, le prix n'avait cessé d'augmenter, en raison d'une demande industrielle vigoureuse et dans un premier temps excédentaire. Cette forte demande avait érodé les stocks de produits raffinés qu'il a ensuite fallu reconstituer. Les multiples hausses des quotas de l'OPEP destinées à faire bais-



ser le prix du pétrole durant l'année n'ont pas suffi à enrayer la hausse du prix jusqu'en décembre 2000. A cette date, le marché, dans un contexte de forte inquiétude sur les perspectives d'activité américaine, a soudainement pris en compte le fait que la production était devenue excédentaire depuis trois trimestres et que les stocks de produits raffinés étaient revenus à un niveau normal. Le prix a ainsi chuté brutalement, passant de 32,4\$ le baril de Brent en novembre 2000 à 25,6\$ en décembre 2000.

L'OPEP, qui anticipait la chute du prix du pétrole, avait envisagé dès l'automne 2000 de réduire ses quotas de production. Le cartel a décidé en janvier dernier de les diminuer de 1,5 million de barils par jour à compter du 1er février. Cette restriction a réussi, pour le moment, à stopper la baisse du prix dans un contexte de réduction saisonnière de la demande de pétrole et de ralentissement de l'activité. A cet égard, l'Agence Internationale de l'Énergie a été amenée à réviser à la baisse ses projections de de-

PRIX DU PÉTROLE

| | Niveaux trimestriels | | | | | | | Niveaux annuels | | |
|----------------------------------|----------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-----------------|------|-------|
| | 1999 | | 2000 | | | | 2001 | 1998 | 1999 | 2000 |
| | 3 ^e T. | 4 ^e T. | 1 ^{er} T. | 2 ^e T. | 3 ^e T. | 4 ^e T. | 1 ^{er} S. | | | |
| Dollar en francs | 6,3 | 6,3 | 6,7 | 7,0 | 7,3 | 7,6 | 7,1 | 5,9 | 6,2 | 7,1 |
| PÉTROLE | | | | | | | | | | |
| Baril de "BRENT DATÉ" en dollars | 20,5 | 24,0 | 26,8 | 26,7 | 30,5 | 29,7 | 25,5 | 12,8 | 17,9 | 28,4 |
| Tonne importée en francs | 921 | 1 100 | 1 330 | 1 387 | 1 562 | 1 709 | 1 331 | 560 | 792 | 1 489 |

■ Prévission

mande de raffinage pour l'année courante. S'alignant sur ce constat, le cartel a pris la décision lors de sa réunion à Vienne les 15 et 16 mars de réduire à nouveau ses quotas de production de 1 million de barils par jour. La production serait ainsi équilibrée au second semestre. Sur la base de ces hypothèses, le prix du baril de Brent resterait à son niveau actuel, autour de 25\$ à l'horizon du premier semestre de 2001.

Baisse modérée du prix des autres matières premières

L'indice hors énergie des matières premières importées par la France, exprimé en devises, est stable depuis le début de l'année 2000, de sorte que l'indice en francs a fluctué au gré du cours de l'euro face au dollar américain.

Le prix des métaux de base semble atteindre un palier depuis le début de l'année 2000. Il pourrait décroître très modérément à l'horizon de la prévision. En effet, la décélération du cycle industriel mondial pourrait peser sur les prix. Néanmoins, le ralentissement généralisé de la demande serait contrebalancé par des réductions de production dans un contexte où, de surcroît, les stocks sont bas. S'agissant des matières premières organiques, des baisses des cours du caoutchouc naturel, du coton et de la laine sont vraisemblables dans les prochains mois, en raison du

PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

| Indice en devises base 100=1990 | Variations annuelles en % | | Glissements annuels en % | |
|------------------------------------|------------------------------|-------------|-----------------------------|--------------|
| | 1999 | 2000 | 1999 | 2000 |
| Ensemble | -6,8 | 9,1 | 8,7 | 0,9 |
| Alimentaires | -20,1 | -5,6 | -11,9 | -11,2 |
| - Denrées tropicales | -23,8 | -20,6 | -16,1 | -35,9 |
| - Oléagineux | -15,7 | 14,1 | -6,9 | 21,2 |
| Industrielles | -1,3 | 14,7 | 17,3 | 5,4 |
| - Minérales | -0,5 | 12,8 | 19,1 | 0,6 |
| - Agro-industrielles | -2,7 | 18,1 | 13,9 | 14,7 |

ralentissement de la demande. Les cours de la pâte à papier devraient poursuivre leur baisse. La forte demande passée, liée à la reprise des pays émergents, a engendré des accroissements de capacités ; celles-ci s'avèrent désormais excédentaires.

Le prix des matières alimentaires devrait se stabiliser. L'offre de café continue d'être fortement excédentaire. La récolte de soja promet d'être suffisamment importante pour absorber la hausse de la demande européenne suite à l'interdiction des farines animales dans l'élevage de bétail. En revanche, l'offre de cacao diminue. La campagne de récolte de cacao serait moins importante cette saison en raison de la réduction des plantations en Côte d'Ivoire ; le premier producteur mondial cherche ainsi à faire remonter le niveau aujourd'hui très bas des cours. ■

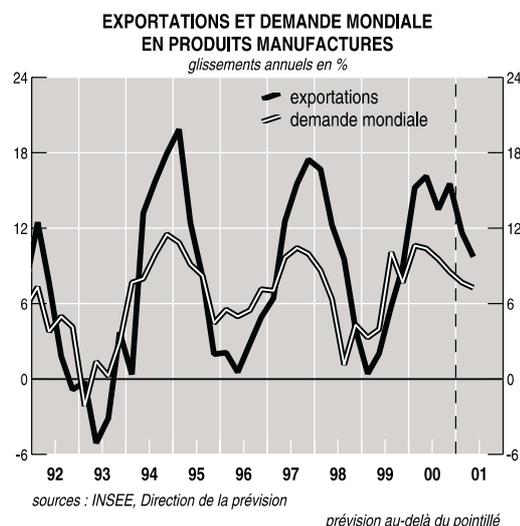
Échanges extérieurs

Les échanges commerciaux ont été très dynamiques au cours de l'année 2000. Les exportations ont bénéficié d'une demande mondiale soutenue et de gains de compétitivité engendrés par la dépréciation de l'euro. Cependant, ce contexte très favorable au premier semestre de 2000 s'est légèrement dégradé au second. Le ralentissement de la demande mondiale a pénalisé nos exportations. Par ailleurs la demande intérieure a été moins porteuse.

Sur la première moitié de l'année 2001, le volume des exportations de marchandises devrait progresser à un rythme annualisé encore solide (de l'ordre de 5%), mais très en retrait par rapport à la progression en moyenne annuelle de l'année passée (14%). Dans le même temps, les importations de marchandises devraient être soutenues par le rebond de la consommation des ménages et progresser sur une pente de 8%. Au total, la contribution des échanges extérieurs à la croissance devrait être légèrement négative. Le contraste entre une conjoncture mondiale en ralentissement et une demande intérieure dynamique expliquerait l'essentiel de ce mouvement, renforcé par l'atténuation progressive des gains de compétitivité engrangés lors de la dépréciation de l'euro.

Des exportations manufacturières moins dynamiques

La croissance des exportations de biens manufacturés est restée très soutenue au quatrième trimestre de 2000 (+12% en rythme annualisé). Les ventes à l'étranger de parfums et de produits pharmaceutiques ont été particulièrement fortes. Les secteurs des biens d'équipement et des biens intermédiaires ont



contribué eux aussi à ce dynamisme grâce, notamment, aux produits liés à la téléphonie mobile. En revanche, les exportations d'automobiles, après un troisième trimestre exceptionnel, ont fortement ralenti.

Sur la première moitié de l'année 2001, les exportations de biens manufacturés devraient progresser à un rythme sensiblement moindre, en raison d'une baisse de la demande mondiale induite par le ralentissement américain. En outre, les gains de compétitivité engrangés lors de la dépréciation de l'euro devraient progressivement se dissiper. Le rythme de progression annualisé reviendrait autour de 7%. Ce dynamisme relatif s'expliquerait par la solidité de la demande de nos partenaires de la zone euro.

SOLDE COMMERCIAL

(en milliards de francs)

| | Niveaux semestriels (CVS-CJO) | | | | | Niveaux annuels | | |
|--------------------------------------|-------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-----------------|--------------|--------------|
| | 1999 | | 2000 | | 2001 | 1998 | 1999 | 2000 |
| | 1 ^{er} s. | 2 nd s. | 1 ^{er} s. | 2 nd s. | 1 ^{er} s. | | | |
| Agriculture / IAA | 27,6 | 33,7 | 32,1 | 30,6 | 28,4 | 58,3 | 61,3 | 62,7 |
| Énergie | -30,7 | -47,3 | -71,9 | -85,8 | -84,4 | -62,1 | -78,0 | -157,7 |
| Manufacturés ⁽¹⁾ | 34,6 | 42,3 | 33,7 | 3,3 | -7,5 | 97,2 | 76,8 | 37,0 |
| Total Caf / Fab | 31,4 | 28,7 | -6,1 | -51,9 | -63,5 | 93,5 | 60,1 | -58,0 |
| Total Fab / Fab⁽²⁾ | 57,4 | 56,9 | 25,3 | -17,1 | -27,0 | 145,0 | 114,3 | 8,2 |

■ 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.

Des importations manufacturières toujours dynamiques

En 2000, la progression du volume des importations de biens manufacturés a été exceptionnelle (+18% en moyenne annuelle) sous l'effet de la vigueur de la demande globale et tout particulièrement des besoins en investissement. Il est également possible que les tensions apparues sur l'appareil productif au premier semestre de 2000 aient induit un surcroît d'importations. En outre, ce chiffre particulièrement fort est peut être légèrement surestimé du fait d'un problème de partage volume-prix sur les valeurs d'importations (cf. encadré). Au premier semestre de 2001, la progression serait toujours très dynamique, sur un rythme de l'ordre de 9%, grâce à une demande intérieure très solide. Un léger apaisement des tensions sur l'appareil de production français permettrait en outre un certain rééquilibrage en faveur des producteurs nationaux.

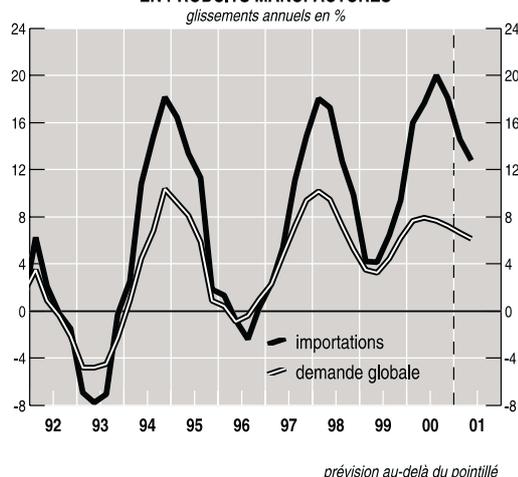
Hausse modérée des prix à l'exportation et à l'importation

Les prix en francs des exportations ont faiblement progressé au second semestre de 2000. La période où la faiblesse de l'euro a permis aux entrepreneurs d'accroître leur compétitivité-prix sur les marchés étrangers sans compresser leurs marges semble désormais achevée. La dernière enquête semestrielle sur la concurrence étrangère montre que les exportateurs ont réduit leurs marges à l'exportation afin de faire face à une intensification de la concurrence sur les marchés extérieurs.

Les prix à l'importation ont accéléré depuis deux ans sous l'effet de la dépréciation de l'euro et de la progression du prix des produits pétroliers. Avec la baisse du prix du baril et une meilleure tenue de l'euro, la hausse devrait être plus modérée au premier semestre de 2001 sur l'ensemble des biens importés.

Toutefois, le prix des importations manufacturières pourrait décélérer plus lentement, sous l'effet de la diffusion de l'augmentation des coûts des biens intermédiaires aux autres branches industrielles.

IMPORTATIONS ET DEMANDE GLOBALE EN PRODUITS MANUFACTURÉS



Un secteur agricole touché par la crise sanitaire

Le solde agricole a diminué au deuxième semestre de 2000 du fait de la dégradation du solde de l'agriculture, partiellement compensé par le redressement de celui des industries agro-alimentaires.

Le solde de l'agriculture, la sylviculture et la pêche a diminué au second semestre (6,1 Mds de francs après 8,7 Mds de francs au premier semestre). Ce mouvement cache des résultats contrastés par produits. Les exportations de lait ont profité de la faiblesse de l'euro. Les exportations de volailles, qui se sont considérablement réduites à destination du Moyen Orient et de la Russie, ont trouvé de nouveaux débouchés, en particulier vers l'Italie où a sévi une grippe aviaire. La fin de l'année a été marquée par le très fort recul des exportations d'animaux vivants, principalement bovins, compensé par la bonne tenue des exportations de blé et de fruits. Les crises de l'encéphalite spongiforme bovine (ESB) et de la fièvre aphteuse devraient entraîner au premier semestre une nouvelle chute des exportations.

De leur côté, les importations de produits agricoles bruts ont été très dynamiques cette année. Cette hausse s'explique par l'accroissement des importations de soja, de café, de fruits et de céréales.

DEMANDE MONDIALE ADRESSÉE A LA FRANCE (TOUS BIENS)

(évolution en %)

| Contribution à l'évolution totale | | | La part de marché représentée par chaque zone est indiquée entre parenthèses | Glissements semestriels ⁽¹⁾ | | | | |
|-----------------------------------|------------|------------|--|--|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 1998 | 1999 | 2000 | | 1999 | | 2000 | | 2001 |
| | | | | 1 ^{er} S. | 2 nd S. | 1 ^{er} S. | 2 nd S. | 1 ^{er} S. |
| 5,0 | 2,2 | 4,6 | Zone euro (50%) | 0,4 | 2,2 | 2,1 | 2,0 | 1,9 |
| 1,9 | 2,2 | 2,4 | Royaume-Uni, Amérique du Nord, Japon (20%) | 0,6 | 2,0 | 0,9 | 0,8 | 0,5 |
| -0,5 | 0,3 | 1,5 | Zones émergentes ⁽²⁾ (12%) | 0,7 | 0,9 | 0,7 | 0,7 | 0,6 |
| 7,4 | 4,8 | 9,7 | Total (100%) | 1,9 | 5,7 | 4,4 | 3,9 | 3,2 |

■ Prévision

(1) Variation entre le semestre considéré et le semestre précédent.

(2) Asie hors Japon, Amérique latine, Pays d'Europe occidentale et orientale.

Source : Direction de la Prévision.

LE SOLDE COMMERCIAL EN 2000

En 2000, le solde commercial a baissé de 118 milliards de francs en un an. Cette forte détérioration résulte pour 80 milliards de francs de l'alourdissement de la facture énergétique et pour 40 milliards de la détérioration du solde des échanges de produits manufacturés, concentrée sur le second semestre de 2000. L'évolution du solde des produits manufacturés est moins favorable qu'attendu, la croissance observée des importations étant supérieure sur l'ensemble de l'année 2000 à ce que suggéreraient les déterminants habituels (demande globale et compétitivité). Le solde commercial devrait s'améliorer en 2001, sous l'effet de gains de termes de l'échange liés à la baisse du prix de pétrole et au raffermissement de l'euro.

Le solde commercial CAF FAB s'établit à -58 milliards de francs en 2000, alors qu'il était excédentaire de 60 milliards de francs l'année précédente.

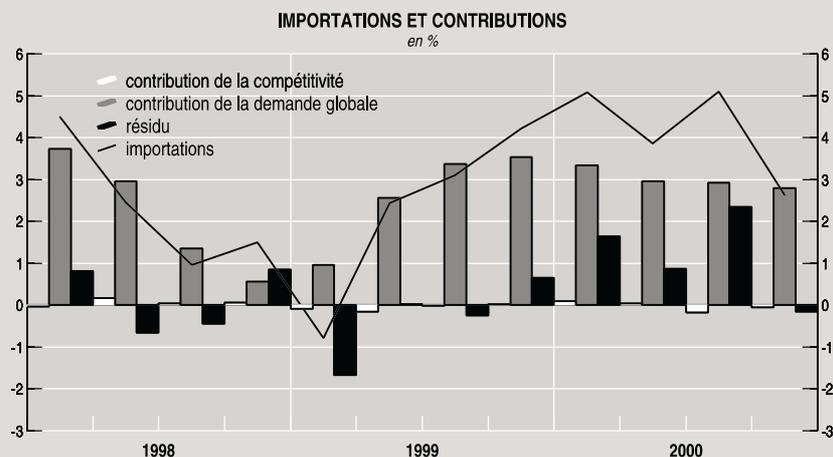
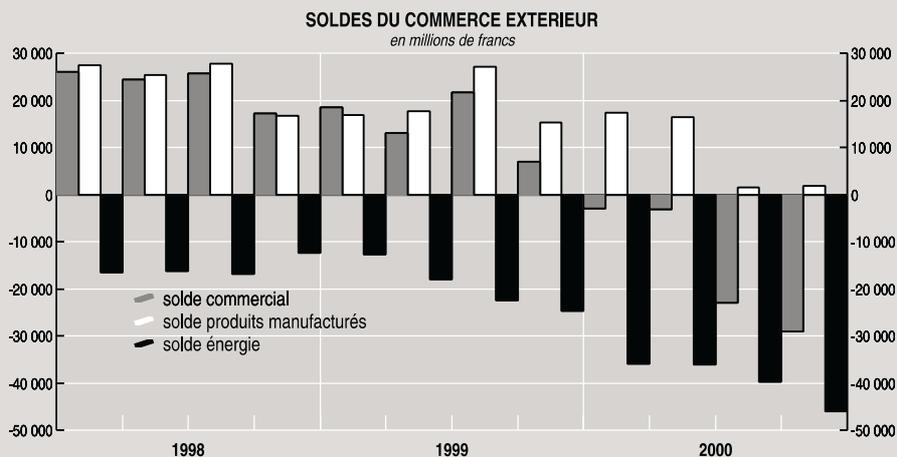
Le premier facteur explicatif de cette évolution tient à l'alourdissement de la facture énergétique. La montée du prix du pétrole (d'un prix annuel moyen de 17,8 \$ par baril en 1999 à 28,4\$ en 2000) conjuguée à la dépréciation de

l'euro vis-à-vis du dollar (baisse de 12,7% sur l'année 2000) s'est traduite par un accroissement de 80 milliards de francs de la facture énergétique, un doublement par rapport à 1999.

Les échanges en produits manufacturés expliquent le reste de la détérioration du solde commercial (40 Mds de francs), la diminution étant concentrée sur le second semestre de 2000.

L'évolution récente des exportations de produits manufacturés en volume apparaît conforme à ses principaux déterminants (demande mondiale adressée à la France et compétitivité), mais celle des importations est supérieure à ce que suggère l'analyse économétrique.

Une équation d'importations fondée sur un terme de demande (demande globale) et sur un terme de compétitivité rend compte de l'accélération des importations enregistrée depuis la mi-1999. Cependant, elle conduit à sous-estimer cette progression entre le quatrième trimestre de 1999 et le troisième trimestre de 2000. Ainsi les principaux déterminants des importations ne suffisent pas à expliquer leur dynamisme sur cette période.



ESTIMATION DE L'ÉQUATION D'IMPORTATIONS ET CONTRIBUTIONS

De manière standard, l'équation est spécifiée sous la forme d'un modèle à correction d'erreur.

L'équation est estimée sur la période T1 1985 - T4 1999.

Les variables utilisées sont :

IMP, niveau des importations manufacturières en volume

DG, demande Globale Manufacturière en volume

COMP, compétitivité des produits français

La relation de long terme mise en évidence est :

$$\ln(\text{IMP}) = 1,7 \ln(\text{DG}) - 0,5 \ln(\text{COMP}) - 9,4$$

A court terme, le taux de croissance des exportations s'écrit :

$$\Delta \ln(\text{IMP}) = 1,8 \Delta \ln(\text{DG}) - 0,3 \Delta \ln(\text{COMP}) - 0,3 [\ln(\text{IMP}-1) + 0,5 \ln(\text{COMP}-1) - 1,7 \ln(\text{DG}-1) + 9,4]$$

(17,0) (-1,9) (-3,7)

$$R^2 = 0,85 \quad DW = 2,3 \quad SER = 0,8\%$$

Deux éléments d'explication peuvent être avancés. Le premier, d'ordre statistique, tient au partage volume-prix, la comparaison de nos déflateurs à l'importation avec ceux des autres pays de la zone euro suggérant que la progression des prix d'importation est peut-être sous-estimée ; celle des volumes serait dans ces conditions surestimée d'autant. Si tel était le cas, la dégradation observée sur le solde en valeur des produits manufacturés s'expliquerait par une dégradation des termes de l'échange liée à la dépréciation de l'euro. Le second est d'ordre économique : le surcroît d'importations pourrait être dû aux tensions enregistrées cette année sur l'appareil productif. Sous cette hypothèse, le haut niveau des taux d'utilisation des capacités ainsi que la durée d'utilisation des équipements traduiraient une difficulté à répondre à la demande globale. Il est difficile de quantifier l'importance respective de ces deux facteurs.

Après une année 2000 où le solde commercial de la France s'est fortement réduit, les perspectives d'évolution au cours de l'année 2001 sont plus favorables.

La stabilisation des prix du pétrole à un niveau proche de 25\$ le baril devrait faire baisser la facture énergétique. Le redressement de l'euro contribuerait également à améliorer le solde sous l'effet d'une amélioration des termes de l'échange.

Par ailleurs, la France devrait légèrement mieux résister que ses partenaires de la zone euro au tassement de la croissance mondiale en 2001, l'économie française étant un peu moins ouverte sur l'Asie et les États-Unis. ■

Le solde de l'industrie agro-alimentaire est stable au second semestre de 2000 à 24,6 Mds de francs. Cependant, l'augmentation des exportations de viandes et produits laitiers ne s'est pas poursuivie au quatrième trimestre : la crise de confiance liée à l'ESB s'est traduite par un recul important des exportations de produits à base de viande bovine. De même, le fléchissement de la demande en produits à base de viande et lait a pesé sur le volume des importations à la fin de l'année 2000.

Dans les autres industries agro-alimentaires, les échanges restent dynamiques. Les exportations se sont accrues à partir du deuxième trimestre. Les cours favorables ont permis d'accroître les ventes de sucre à l'étranger. Après le contrecoup enregistré en début d'année une fois le réveillon du millénaire passé, la reprise des exportations de cognac (à destination des pays asiatiques) et de champagne s'est accentuée en fin d'année. Les importations de tabac ont elles aussi augmenté depuis le deuxième trimestre.

Sur le premier semestre de 2001, les échanges agricoles et agro-alimentaires seront marqués par la persistance des problèmes sanitaires liés à la crise de l'ESB et de la fièvre aphteuse.

Une facture énergétique moins lourde en 2001

La facture énergétique s'est considérablement alourdie en 2000 du fait de la forte augmentation du prix du pétrole. Le déficit (CAF FAB) du commerce extérieur pour les produits énergétiques est ainsi passé de 78,0 Mds de francs en 1999 à 157,7 Mds de francs (CVS CJO) en 2000.

L'augmentation sensible en volume des exportations de produits raffinés et des produits issus de la cokéfaction et de l'industrie nucléaire n'a pas suffi à compenser le renchérissement de nos importations en produits pétroliers, compte tenu d'un taux de couverture sur les échanges de produits énergétiques de seulement 30% en valeur.

BALANCE DES TRANSACTIONS COURANTES

(soldes bruts en milliards de francs)

| | Niveaux semestriels | | | | | Niveaux annuels | | |
|------------------------------------|---------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-----------------|------------|------------|
| | 1999 | | 2000 | | 2001 | 1998 | 1999 | 2000 |
| | 1 ^{er} S. | 2 nd S. | 1 ^{er} S. | 2 nd S. | 1 ^{er} S. | | | |
| MARCHANDISES⁽¹⁾ | 58 | 66 | 25 | -5 | -19 | 147 | 124 | 21 |
| SERVICES⁽²⁾ | 50 | 68 | 71 | 72 | 71 | 101 | 118 | 143 |
| - liés aux échanges extérieurs | 9 | 24 | 27 | 19 | 23 | 32 | 33 | 46 |
| - liés aux échanges de technologie | 6 | 4 | 5 | 5 | 6 | 12 | 11 | 10 |
| - voyages | 37 | 42 | 40 | 50 | 43 | 63 | 79 | 90 |
| - autres services | -2 | -3 | -1 | -3 | -1 | -6 | -5 | -4 |
| REVENUS | 34 | 33 | 44 | 50 | 55 | 51 | 68 | 95 |
| TRANSFERTS COURANTS | -26 | -55 | -25 | -63 | -32 | -77 | -81 | -88 |
| TRANSACTIONS COURANTES | 116 | 113 | 116 | 55 | 75 | 222 | 229 | 170 |

■ Prévvision

(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.

La facture énergétique commencerait à se réduire au premier semestre de 2001 grâce à la baisse du prix du baril depuis décembre 2000 (-25%). Néanmoins, cet allègement devrait être modéré sous l'hypothèse d'une stabilisation du cours du baril à 25\$.

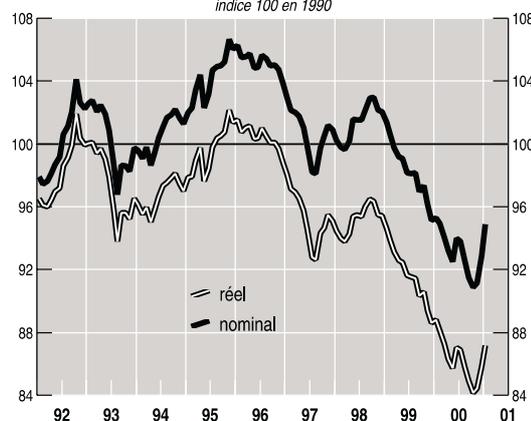
Dégradation du solde des transactions courantes en 2000

Le solde des transactions courantes a baissé de 58 Mds de francs en 2000 par rapport à l'année précédente, s'établissant aux alentours de 170 Mds de francs. Cette chute résulte d'une forte dégradation du solde commercial et, dans une moindre mesure, d'une augmentation du déficit des transferts courants, tandis que les excédents des services et des revenus ont continué de progresser. Au premier semestre de 2001, le solde des transactions courantes devrait se redresser par rapport au semestre précédent, grâce à la progression de revenus d'investissement à l'étranger.

Le solde des services devrait peu évoluer. Le solde touristique, qui s'est fortement amélioré en 2000 sous l'effet de la dépréciation de l'euro, devrait se stabiliser. Le solde des services d'assurance, extrêmement élevé en 2000 du fait des montants de réassurance versés aux assureurs français après les tempêtes de décembre 1999, devrait revenir à un ni-

TAUX DE CHANGE EFFECTIF DU FRANC

indice 100 en 1990



veau comparable à celui de 1999 dès le premier trimestre de 2001. Enfin, le solde des services liés aux échanges de technologie se maintiendrait.

En 2000, le solde des revenus a de nouveau progressé très fortement : il a atteint un niveau historique de 95 Mds de francs et cette tendance devrait se poursuivre en 2001. Cette hausse s'explique essentiellement par la forte progression des revenus d'investissements directs à l'étranger. ■