



**Fiches**

**Thématiques**





# Environnement international de la zone euro

Après le pic d'activité du printemps, les performances de l'économie mondiale se dégradent progressivement au second semestre de 2000 et devraient continuer à fléchir au début de l'année 2001. La demande mondiale adressée à la zone euro passerait d'un rythme de 10% au printemps à une pente de 6% au premier semestre de 2001.

Avec la fin de la sortie de crise, la progression de la production industrielle s'est infléchie dans l'ensemble des zones émergentes.

Au Japon, la reprise "molle" se poursuit. La consommation reste peu soutenue, ce qui laisse des doutes sur la pérennité du rebond de l'activité industrielle. La croissance au trimestre le trimestre continue d'être sculptée par les plans de relance ponctuels.

La demande intérieure ralentit aux États-Unis. Les tensions sur le marché du travail, l'ampleur du déficit courant et l'infléchissement vraisemblable des gains de productivité pourraient diminuer les marges de manœuvre de la Fed dans son arbitrage entre croissance et inflation.

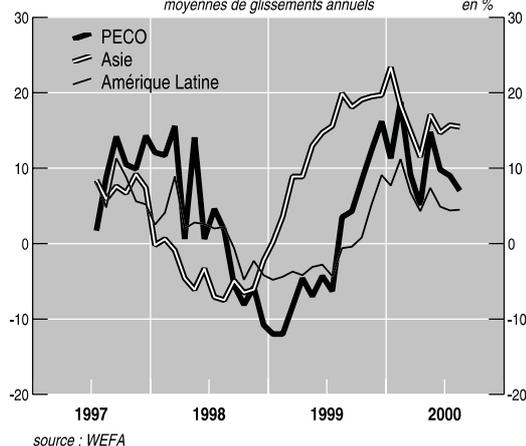
Au Royaume-Uni, le rythme de croissance est un peu inférieur à 3%. La demande devrait rester dynamique. La montée en puissance du plan de dépenses publiques devrait compenser le ralentissement de la consommation privée.

Au total, en dépit du ralentissement de l'économie mondiale, l'offre reste sollicitée et les risques inflationnistes ne peuvent être écartés.

## Une croissance moins vive dans les pays émergents

Après le très fort rebond de 1999, la croissance s'infléchit dans les pays d'Asie émergente. La demande intérieure peine à relayer la vigueur des exportations en Corée, en Thaïlande et aux Philippines. Les excès de capacité de production non encore résorbés pèsent sur la demande de crédit. De plus, le besoin de reconstituer leur actif limite les marges de manœuvres des banques pour financer l'investissement. A cet égard, l'assouplissement de la politique monétaire servirait plus à conforter le secteur bancaire qu'à stimuler efficacement la demande intérieure. Simultanément, les exportations devraient décélérer sous l'influence du ralentissement américain.

PRODUCTION INDUSTRIELLE DANS TROIS ZONES EMERGENTES  
moyennes de glissements annuels en %



source : WEFA

Les économies en transition auraient connu un pic d'activité à l'été. En 2000, la demande intérieure, en particulier la consommation privée, a pris le relais des exportations. Le dynamisme de la consommation tire la production alors que le commerce extérieur devient fortement déficitaire en Hongrie et en Pologne. En Russie, la reprise industrielle qui avait fait suite à la crise de change confirme sa robustesse et se prolonge par un investissement productif dynamique. A l'horizon de la prévision, la politique monétaire dans les pays d'Europe centrale et orientale, jusqu'alors plutôt accommodante, se resserrerait : elle pèserait sur le dynamisme de la demande intérieure.

L'Amérique latine s'est bien rétablie de la crise brésilienne. L'assouplissement des conditions monétaires a joué un rôle moteur dans la reprise de la demande, permettant simultanément un assainissement des finances publiques, au Brésil notamment. L'Argentine fait figure d'exception. Le maintien de la parité peso-dollar, à travers le "currency board", se traduit par une compétitivité dégradée face aux principaux partenaires (Brésil notamment) et par un durcissement des conditions monétaires qui pèsent sur l'activité. Un cercle vicieux risque de s'enclencher : la plus grande défiance des investisseurs fait monter les taux d'intérêt exigés, ce qui menace de précipiter le pays à nouveau dans la récession, et renforce les doutes des investisseurs.

## Japon : la consommation peine à pérenniser la reprise industrielle

Au Japon, la reprise "molle" se poursuit, sur une pente annualisée d'environ 1,5% à 2%. Celle-ci s'appuie largement sur le secteur industriel, qui a continué de se redresser pendant l'été. Reflet de l'amélioration du climat, le sentiment des entrepreneurs s'est renforcé pour atteindre son niveau le plus élevé depuis la veille de la crise asiatique (été 1997)<sup>(1)</sup>.

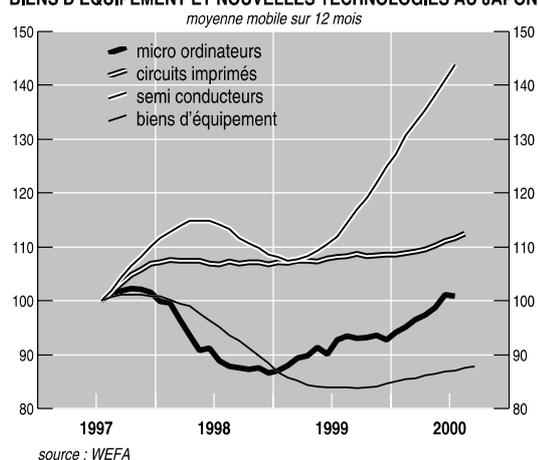
Dans l'industrie, en dépit des restructurations en cours, l'investissement a pris le relais des exportations pour soutenir la reprise actuelle. Selon l'enquête de conjoncture TANKAN de décembre 2000, les entrepreneurs anticipent une très forte progression de leurs profits cette année, quelle que soit la taille de leur entreprise. Ce redressement des profits donne le moyen aux entreprises nippones de reprendre leur effort d'équipement. L'investissement des entreprises progresse ainsi à un rythme annuel proche de 6% au premier semestre, alors que la morosité règne dans le secteur de la construction.

Le dynamisme de l'investissement productif devrait se poursuivre au second semestre. En attestent les commandes de machines sur le territoire national, qui progressent de 5,2% au troisième trimestre. L'investissement dans le domaine des nouvelles technologies est particulièrement dynamique et progresserait d'environ 30% sur l'ensemble de l'année 2000<sup>(2)</sup>. En plus de son effet, encore imperceptible, sur la croissance potentielle, cette accumulation est d'autant plus favorable à court terme à l'activité japonaise que le Japon est producteur de nouvelles technologies, en particulier de matériel informatique. Cet investissement se traduit donc par un surcroît de production, et non seulement par des importations.

Au second semestre de 2000, la consommation privée reste peu soutenue, ce qui fait peser des doutes sur la pérennité de la reprise de l'économie japonaise. Le climat de confiance ne s'améliore pas suffisamment pour permettre d'espérer une baisse du taux d'épargne. Au troisième trimestre, les ventes de détail progressent de 0,1%, et les dépenses de consommation reculent de 1,4%. Selon la dernière enquête TANKAN, l'activité dans les services est d'ailleurs moins dynamique que dans l'industrie.

Au premier semestre de 2001, la demande extérieure devrait ralentir. Toutefois, la croissance japonaise devrait se maintenir sur une pente de 1,5 % grâce à une meilleure tenue de la consommation. En effet, depuis le début 2000, les revenus des employés se sont stabilisés. En outre, l'arrivée à maturité d'un nombre important de plans d'épargne postale au premier semestre<sup>(3)</sup> pourrait stimuler les achats. Enfin, un mini plan de relance, centré sur le quatrième trimestre, pourrait donner à la demande intérieure un profil un peu plus heurté d'ici le 1er trimestre 2001.

## BIENS D'EQUIPEMENT ET NOUVELLES TECHNOLOGIES AU JAPON



## États-Unis : les risques d'un atterrissage brusque

Le ralentissement de l'économie américaine semble bien engagé. Dans la seconde moitié de 2000, la croissance américaine s'établirait sur une pente de 3%, en nette inflexion par rapport au rythme de plus de 5% qui prévalait au premier semestre.

Cet infléchissement notable provient en premier lieu de la forte décélération de l'investissement productif. Celui-ci ne progresse au troisième trimestre que de 8,5% en rythme annualisé, soit un rythme deux fois inférieur à celui du premier semestre. Cette évolution est pour partie la conséquence du resserrement de la politique monétaire engagé par la Fed depuis l'été 1999. Mais l'inflexion sensible des profits des grandes entreprises au troisième trimestre a également fait naître des doutes quant à la capacité des nouvelles technologies à générer les formidables profits attendus jusqu'ici. Ces doutes obèrent les conditions de financement accordées à l'ensemble des entreprises, y compris les plus sûres : l'écart entre les taux d'intérêt des emprunts d'État et ceux des obligations "corporate" les mieux cotées atteint actuellement un niveau historique<sup>(4)</sup>. En outre, cette révision à la baisse des profits commence certainement à peser sur les décisions d'investissement.

Autres composantes de la demande très sensibles à l'évolution de la politique monétaire, la construction et la consommation de biens durables se tassent depuis plusieurs trimestres. Ainsi, l'investissement résidentiel se replie de 10% en rythme annualisé au

(1) Selon l'enquête TANKAN publiée le 13 décembre 2000, le solde d'opinion chez les industriels des principales entreprises du secteur manufacturier atteignait 4, contre 3 à l'été 1997.

(2) Estimation de la Banque du Japon.

(3) C'est toutefois surtout au second semestre de 2001 et au premier semestre de 2002 que la plupart de ces plans arrivent à maturité.

(4) Précisons toutefois que cet élargissement traduit également le renchérissement des titres d'État dans un contexte de forts excédents budgétaires.

troisième trimestre de 2000. Hors biens durables, la consommation privée demeure toutefois dynamique, puisqu'elle s'établit sur une pente d'environ 5% depuis le début de l'année. Au total, l'ensemble de la consommation reviendrait sur une pente de 3,5% en seconde moitié d'année, contre plus de 5% au premier semestre. En effet, le revenu disponible des ménages progresserait désormais moins rapidement. En ligne avec le ralentissement industriel, l'emploi total a marqué le pas depuis le mois de juin. Parallèlement, l'accélération des prix due au choc pétrolier est venue mordre sur le pouvoir d'achat des salaires, en dépit d'une progression dynamique des salaires nominaux.

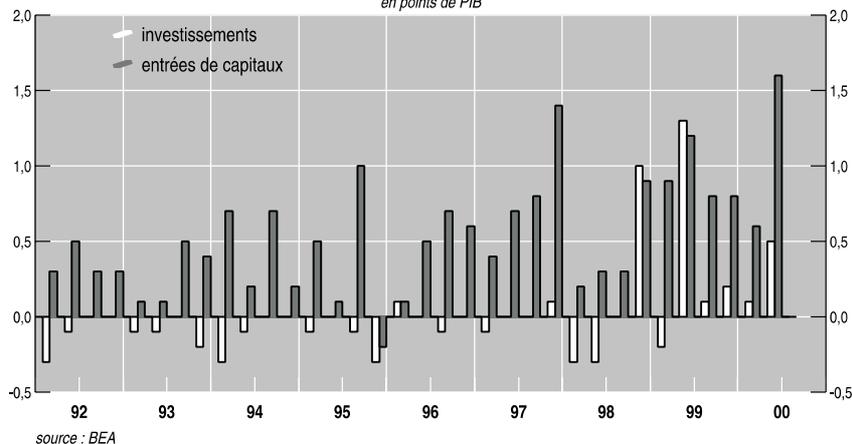
L'inflexion du revenu des ménages devrait se poursuivre à l'horizon de la prévision, et imprimerait un mouvement de ralentissement plus net à la consommation privée au premier semestre de 2001. En outre, les effets de richesse qui ont accompagné le boom de la consommation des ménages américains durant la seconde partie des années 90, arrivent désormais à épuisement avec la stagnation, voire la baisse des marchés boursiers depuis un an. La consommation privée progresserait sur un rythme de 3% environ. Elle se combinerait au ralentissement de l'investissement et à la détérioration de l'environne-

ment international pour ramener l'économie américaine sur une pente de croissance légèrement inférieure à son potentiel de moyen terme.

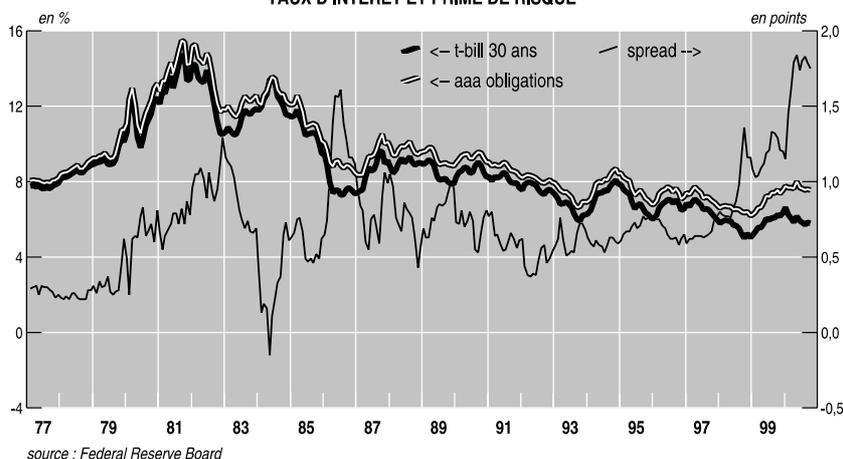
Dans ce scénario, la demande intérieure s'assagirait avant que les tensions inflationnistes ne prennent un caractère durable. La Fed n'aurait donc pas à augmenter ses taux d'intérêt et pourrait même se permettre de les baisser un peu. Les agents garderaient confiance et la demande intérieure se maintiendrait à un rythme proche du potentiel de croissance.

Ce scénario est toutefois sujet à deux risques. Tout d'abord, celui de l'inflation importée : le taux de change effectif du dollar pourrait s'éloigner des niveaux élevés actuels si l'économie américaine ralentit. En effet, les États-Unis financent une partie très importante de leur déficit courant par les investissements directs étrangers, en particulier en provenance d'entreprises européennes. En 1998 et 1999, l'ensemble des investissements directs étrangers a totalisé 40% des entrées de capitaux aux États-Unis, contre seulement 20% en moyenne au cours des cinq années précédentes. Le rééquilibrage transatlantique de la croissance pourrait mettre un terme à cette évolution et pousser la monnaie américaine à la baisse. Le deuxième risque est celui d'une hausse des coûts

**INVESTISSEMENTS DIRECTS ET ENTREES DE CAPITAUX  
AUX ETATS-UNIS**  
en points de PIB



**TAUX D'INTERET ET PRIME DE RISQUE**



de production unitaires. Dans un contexte de tensions persistantes sur le marché de l'emploi, les salaires nominaux, qui progressent à un rythme annuel d'environ 4% ne devraient pas ralentir à l'horizon de la prévision. Simultanément, la productivité horaire du travail reste dynamique, mais sa progression de 3,3% au troisième trimestre s'inscrit en retrait par rapport aux trimestres précédents. Dans un contexte de ralentissement de l'investissement et de décélération plus marquée de la demande, la difficulté est d'estimer l'ampleur du cycle de productivité à venir. En d'autres termes, il s'agit d'apprécier la part structurelle des gains de productivité attribuables aux nouvelles technologies. Pour l'heure, les études sur ce sujet peinent à mettre en évidence une réelle accélération du progrès technique hors de ce secteur de production.

Si la productivité totale devait fortement ralentir, elle ne pourrait plus compenser les hausses de salaires nominaux pour contenir les coûts de production unitaire. Dès lors, des tensions inflationnistes se matérialiseraient, et la Fed serait dans l'impossibilité d'inscrire la baisse des taux déjà prévue par les opérateurs des marchés financiers. En particulier, elle disposerait d'une moindre marge de manœuvre pour accommoder une éventuelle crise de confiance des ménages américains et la brusque remontée du taux d'épargne qui en résulterait.

## PIB D'AUTRES RÉGIONS DU MONDE

	(variations annuelles en %)		
	Moyennes annuelles		
	1999	2000	2001
<b>Pays en transition</b>	3,2	6,4	5,7
Russie	3,2	7,4	6,5
Europe centrale	3,2	4,7	4,1
<b>Asie émergente<sup>(1)</sup></b>	5,2	6,7	5,7
<b>Amérique latine<sup>(2)</sup></b>	0,9	4,6	3,8

■ Prévision

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

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

Source : Direction de la Prévision

## Royaume-Uni : croissance sous surveillance

Le Produit Intérieur Brut britannique progresse de 0,7% au troisième trimestre de 2000. En ligne avec la dégradation de l'environnement international, le rythme de progression des exportations se tasse à l'été pour le troisième trimestre consécutif. L'optimisme des industriels cesse de s'améliorer depuis le mois de juillet dans les enquêtes de conjoncture CBI. De plus, en lien avec la stabilisation relative des prix du pétrole, le secteur énergétique se replie au mois de septembre. Enfin, conséquence du ralentissement industriel et du niveau élevé des taux d'intérêt, l'investissement connaît une quasi-stagnation depuis le début de l'année.

## 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 <sup>(1)</sup>		
				2000	2001	
				1 <sup>er</sup> s.	2 <sup>nd</sup> s.	1 <sup>er</sup> s.
			<b>ÉTATS-UNIS (34,0%)</b>			
4,2	5,1	2,9	PIB	2,6	1,3	1,4
10,7	14,5	9,8	Importations (16%)	7,2	6,8	3,6
5,3	5,3	3,0	Consommation privée (68%)	2,6	1,8	1,4
3,3	2,7	2,5	Consommation publique (17%)	0,9	0,3	1,6
9,2	10,1	7,4	FBCF privée totale (17%)	6,6	3,6	3,3
2,9	10,2	8,3	Exportations (13%)	4,9	5,5	3,1
5,7	5,9	3,9	Contributions <sup>(2)</sup> : Demande intérieure hors stocks	3,1	1,9	1,8
-0,4	0,2	-0,1	Variations de stocks	0,0	-0,2	-0,2
-1,2	-1,0	-0,6	Commerce extérieur	-0,6	-0,4	-0,2
			<b>JAPON (17,2%)</b>			
0,8	1,9	1,5	PIB	2,6	0,1	1,3
2,9	8,8	5,4	Importations (11%)	4,3	2,6	2,1
1,2	0,7	1,1	Consommation privée (59%)	2,1	0,0	0,8
4,0	3,4	1,5	Consommation publique (9%)	2,2	0,7	0,6
-0,8	1,7	2,9	FBCF totale (29%)	0,1	0,8	1,8
1,3	12,0	3,9	Exportations (14%)	8,4	0,9	1,7
1,1	1,4	1,6	Contributions <sup>(2)</sup> : Demande intérieure hors stocks	1,9	0,5	1,3
-0,2	0,0	-0,1	Variations de stocks	0,3	-0,1	0,0
-0,1	0,5	0,0	Commerce extérieur	0,5	-0,1	0,0
			<b>ROYAUME-UNI (5,6%)</b>			
2,2	3,0	2,8	PIB	1,6	1,4	1,3
7,6	9,0	7,1	Importations (34%)	3,4	4,5	3,2
4,4	3,7	3,0	Consommation privée (63%)	1,4	1,7	1,4
3,3	1,6	3,8	Consommation publique (19%)	1,4	1,6	1,7
6,1	1,5	3,2	FBCF totale (18%)	0,1	0,8	1,8
3,3	7,7	6,2	Exportations (31%)	4,3	3,4	2,8
4,6	3,1	3,4	Contributions <sup>(2)</sup> : Demande intérieure hors stocks	1,1	1,7	1,6
-0,7	0,7	0,1	Variations de stocks	0,3	-0,1	0,0
-1,6	-0,8	-0,7	Commerce extérieur	0,1	-0,6	-0,2

■ Prévision

(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

Pour l'heure, l'inflation au Royaume-Uni est contenue : le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation<sup>(5)</sup> s'élève à 2% au mois d'octobre, stable depuis un an.

Ces évolutions récentes ont conduit la plupart des commentateurs à tabler sur la fin du resserrement de la politique monétaire de la banque d'Angleterre. Une telle conclusion suppose toutefois que la demande intérieure ralentisse suffisamment, avant l'émergence de tensions inflationnistes.

De fait, la demande intérieure reste dynamique. En effet, si l'investissement a d'ores et déjà ralenti, la consommation des ménages progresse à un rythme annualisé de 4% au troisième trimestre, adossé au dynamisme du revenu disponible. Parallèlement, la politique budgétaire devrait prendre un tour plus expansionniste l'année prochaine. Même si une part des baisses d'impôts et des dépenses publiques supplémentaires peut être financée par des surplus de recettes fiscales, l'excédent budgétaire devrait se dégrader en 2001. Dans ce contexte de relance budgétaire, une demande intérieure privée toujours dynamique pourrait donc soumettre le marché des biens à des tensions importantes.

Par ailleurs, l'évolution de l'inflation dépend directement des coûts de production. Le marché du travail est plus tendu que le marché des biens : avec un taux de chômage BIT inférieur à 6%, les entreprises connaissent actuellement d'importantes difficultés à

recruter, en particulier du personnel qualifié. Après un léger repli au printemps, les salaires progressent à nouveau au troisième trimestre sur un rythme annuel de 4% et les négociations salariales à venir ne permettent pas de prévoir une progression beaucoup plus modérée. L'accélération des coûts de production a été contenue par le dynamisme de la productivité du travail au deuxième trimestre. Plus encore qu'aux États-Unis, la pérennité de ces gains de productivité -traditionnellement cycliques- paraît fragile.

Enfin, une éventuelle dépréciation de la livre, actuellement à un niveau élevé par rapport à l'euro, nourrirait également les tensions inflationnistes, directement sous la forme d'inflation importée et indirectement en alimentant la dynamique des coûts de production. En outre, une baisse de la livre viendrait stimuler la demande extérieure précisément au moment où la politique monétaire cherche à contenir la demande globale.

Au total, en supposant que la consommation privée ralentisse suffisamment pour compenser la hausse des dépenses publiques, l'économie britannique croîtrait à un rythme annuel d'environ 2,5% au premier semestre de 2001. ■

---

(5) Il s'agit du RPIX, indice pris comme référence par la Banque d'Angleterre, aujourd'hui supérieur d'environ 1 point à l'inflation harmonisée par Eurostat.

# Conjoncture dans la zone euro

La croissance de la zone euro atteindrait 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 deuxième semestre : les effets du prélèvement pétrolier se sont conjugués à la maturation du cycle industriel pour ramener le rythme de croissance en dessous de 3% l'an. L'essentiel du choc pétrolier serait absorbé par les ménages, dont la consommation a sensiblement ralenti à l'été. Le dynamisme persistant de l'investissement permettrait à la demande intérieure de rester robuste. La contribution de l'extérieur serait quasiment neutre.

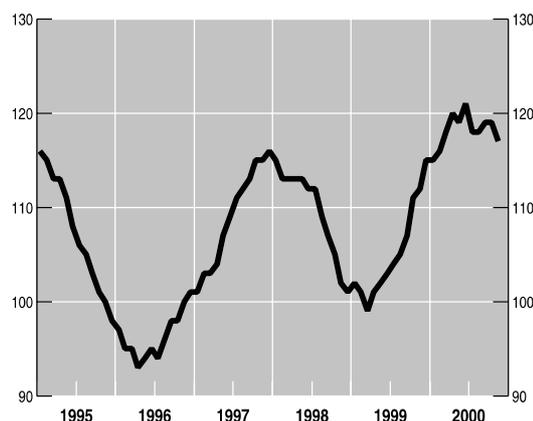
Au premier semestre de 2001, la croissance s'instalerait sur une pente annuelle de 2,5%. Le fléchissement des exportations, dû à la dégradation de l'environnement international et l'atténuation progressive des gains de compétitivité, serait compensé par le redressement de la demande intérieure. En effet, le dynamisme de l'investissement se poursuivrait et la vigueur des créations d'emplois continuerait d'alimenter le revenu des ménages et leur confiance. Dans ce contexte, le pouvoir d'achat serait stimulé par la fin de l'absorption du prélèvement pétrolier et le tour favorable pris par les politiques budgétaires.

Les disparités conjoncturelles nationales se sont considérablement réduites dans la zone euro en 2000. A l'horizon de la mi-2001, le ralentissement de l'activité mondiale pourrait pénaliser un peu plus l'Allemagne et l'Italie, qui, déjà, avaient davantage souffert à l'hiver 98-99 des conséquences de la crise des pays émergents.

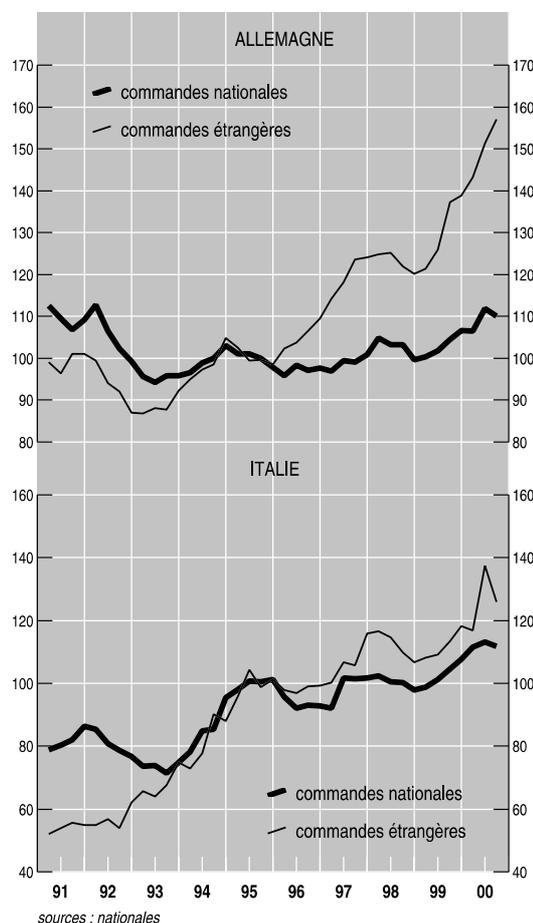
## Au second semestre, l'activité de la zone euro ralentit sous l'effet du choc pétrolier

Après la forte croissance enregistrée dans la zone euro de la mi-99 à la mi-2000, le choc pétrolier s'est conjugué à la maturation du cycle industriel pour induire un ralentissement mesuré de l'activité. Au troisième trimestre, l'indice de la production industrielle manufacturière est resté sur une pente proche de 7% en rythme annualisé. Cependant, l'indice synthétique calculé par l'Insee, résumant la tonalité des enquêtes de conjoncture dans l'industrie manufacturière de la zone euro, s'est stabilisé à un niveau élevé, et les perspectives de production se sont un peu repliées. La production industrielle de la zone euro pourrait ralentir au 4ème trimestre, tout en conservant une pente de croissance solide, de l'ordre

INDICATEUR SYNTHETIQUE DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIERE EN ZONE EURO



COMMANDES



sources : nationales

de 4%. Malgré la poursuite du tassement de la demande mondiale, ce rythme annualisé se maintiendrait lors du premier semestre de 2001 grâce à un raffermissement de la demande intérieure.

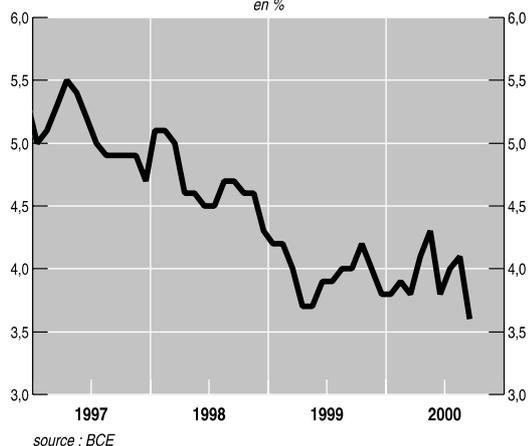
## La demande intérieure se redresserait en début d'année 2001

### L'investissement n'est pas affecté par le choc pétrolier

L'investissement productif a progressé à un rythme annualisé de 5% au premier semestre. En dépit d'une remontée de 175 points de base du taux directeur de la Banque centrale européenne, les conditions monétaires se sont légèrement assouplies en première moitié d'année, en raison de la baisse de l'euro et du tassement des taux d'intérêt réels sur le marché obligataire. Dans ce contexte financier favorable et compte tenu du dynamisme industriel, les entreprises de la zone ont cherché à reconstituer leurs capacités de production, très sollicitées.

Cette forte progression de l'investissement devrait continuer de prévaloir jusqu'à la mi-2001. Dans l'enquête trimestrielle d'octobre 2000, les industriels jugent toujours leurs capacités de production insuffisantes au vu de leurs carnets de commandes et de leurs anticipations de demande. Le niveau très élevé des taux d'utilisation des capacités en zone euro témoigne peut-être également d'un retard d'investissement pris dans les années 90, qui ne devrait

TAUX REELS DES CREDITS BANCAIRES (> à 1 an)  
AUX ENTREPRISES NON FINANCIERES  
en %



donc pas se résorber à très court terme. En Allemagne, le durcissement des règles d'amortissement pour les entreprises à partir du 1er janvier 2001 a particulièrement stimulé l'investissement productif au deuxième semestre de 2000 (il progresse de 3,6% dans les comptes du troisième trimestre). A l'horizon de l'an prochain, l'allègement de l'impôt sur les sociétés viendrait toutefois plus que compenser le durcissement de ces règles et favoriserait le maintien du dynamisme de l'investissement productif outre-Rhin. De même, en Italie, l'important plan de baisses d'impôts annoncé pour début 2001 est dirigé pour un tiers vers les entreprises.

## PRÉVISIONS POUR LA ZONE EURO

(variations annuelles et trimestrielles en %)

	Variations annuelles			Variations trimestrielles										
	1998	1999	2000	1999				2000				2001		
				1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	
<b>PIB</b>														
Taux de croissance	2,7	2,5	3,4	0,8	0,6	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,7	
Glissement annuel	-	-	-	1,9	2,1	2,6	3,3	3,5	3,7	3,4	3,0	2,7	2,5	
<b>IMPORTATIONS</b>														
Taux de croissance	9,5	6,4	10,4	0,9	2,7	2,4	2,9	2,4	2,6	3,7	1,8	2,0	2,0	
Glissement annuel	-	-	-	4,1	5,1	7,1	9,2	10,8	10,7	12,0	10,8	10,4	9,8	
<b>CONSOMMATION DES MÉNAGES</b>														
Taux de croissance	3,0	2,7	2,5	1,0	0,3	0,7	0,6	0,9	0,7	0,4	0,5	0,6	0,7	
Contribution	1,7	1,5	1,4	0,5	0,2	0,4	0,3	0,5	0,4	0,2	0,3	0,4	0,4	
Glissement annuel	-	-	-	3,0	2,7	2,6	2,6	2,5	2,9	2,6	2,5	2,3	2,3	
<b>FBCF</b>														
Taux de croissance	4,8	5,2	5,0	1,8	1,3	1,9	0,2	1,8	0,9	1,3	1,2	1,3	1,4	
Contribution	1,0	1,1	1,1	0,4	0,3	0,4	0,1	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	
Glissement annuel	-	-	-	4,2	5,6	5,8	5,4	5,4	4,9	4,3	5,3	4,8	5,3	
<b>EXPORTATIONS</b>														
Taux de croissance	7,0	4,7	11,4	0,2	2,9	3,3	3,4	2,6	2,2	3,0	2,1	1,7	1,5	
Glissement annuel	-	-	-	0,3	2,4	5,7	10,2	12,8	12,1	11,7	10,4	9,3	8,6	
<b>DEMANDE INTÉRIEURE HORS STOCKS</b>														
Taux de croissance	3,0	3,0	2,8	1,1	0,5	0,9	0,5	1,0	0,7	0,6	0,6	0,7	0,8	
Contribution	2,9	2,9	2,8	1,0	0,5	0,9	0,5	1,0	0,6	0,5	0,6	0,7	0,8	
Glissement annuel	-	-	-	2,9	3,1	3,1	3,0	3,0	3,1	2,7	2,9	2,6	2,8	
<b>ÉCHANGES EXTÉRIEURS</b>														
Contribution	-0,6	-0,5	0,5	-0,2	0,1	0,4	0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,1	
<b>STOCKS</b>														
Contribution	0,4	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,3	0,3	-0,2	0,3	0,3	-0,2	0,0	0,0	

■ Prévision

L'investissement en construction aurait en revanche progressé de façon plus modérée en 2000 en zone euro et ne connaîtrait pas de rebond notable au premier semestre de 2001. Toutefois, ce secteur d'activité est marqué par de grandes disparités entre les divers pays de la zone. En Allemagne, le secteur de la construction est resté mal orienté et les enquêtes auprès des entrepreneurs n'indiquent pas une amélioration significative pour le premier semestre de 2001. En Italie au contraire, l'investissement en construction aurait été dynamique au cours du second semestre grâce au Jubilé de l'an 2000, ainsi qu'à diverses mesures fiscales (baisse de la TVA sur

les constructions résidentielles notamment). Cette bonne santé perdurerait au premier semestre de 2001, quoique sur un rythme ralenti.

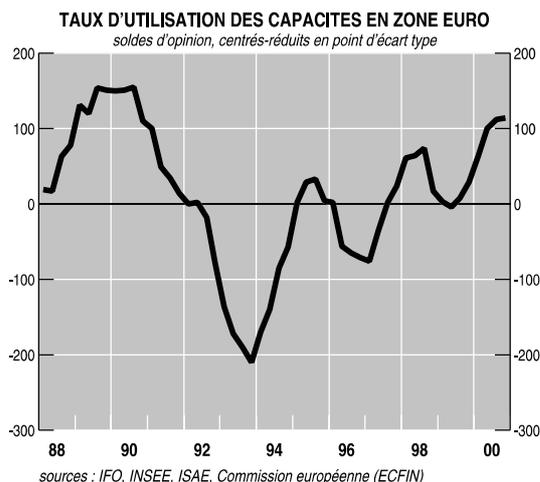
Au total, grâce au dynamisme de l'investissement productif, l'investissement de la zone euro progresserait sur un rythme annuel soutenu, supérieur à 5% à la fin de 2000 et au premier semestre de 2001.

### Rebond de la consommation en 2001

Au troisième trimestre, la consommation privée en zone euro enregistre les effets du prélèvement pétrolier. Le revenu disponible des ménages continue certes d'être bien orienté, car il est soutenu par le dynamisme de l'emploi. Toutefois, l'accélération des prix au troisième trimestre a pesé sur le pouvoir d'achat.

Associé au dynamisme de l'activité, l'emploi progresse au troisième trimestre sur des pentes proches de 2% en Allemagne et en Italie, et supérieures à 3% en France et en Espagne. Parallèlement, le taux de chômage continue sa décrue. Il s'établit à 9% en octobre contre 9,6% en janvier. L'emploi devrait continuer de progresser au premier semestre de 2001, bien qu'à un rythme moins soutenu du fait de la maturation du cycle industriel.

La croissance des salaires nominaux pourrait se redresser courant 2001, à la suite de nouvelles négociations salariales dans certains pays (Espagne, Italie).



## LES POLITIQUES BUDGÉTAIRES À L'INTÉRIEUR DE LA ZONE EURO

Les gouvernements de quatre grands États de la zone Euro (Allemagne, France, Italie, Pays-Bas) ont annoncé cet automne des plans d'allègements fiscaux pour 2001 compris entre 0,7 et 1,3 points de PIB. Ces annonces plaideraient pour que les politiques budgétaires de ces pays soient considérées comme expansives en 2001.

Cependant ces baisses d'impôt ont été chiffrées à un moment où ces États ont enregistré des plus-values de recettes fiscales parfois très importantes. Il est difficile d'établir à partir des seuls montants d'allègements la baisse de la pression fiscale.

Pour avoir une approche plus globale, on peut prendre en considération l'évolution non des recettes mais du solde en points de PIB des administrations publiques. Une dégradation du solde traduit un supplément de revenu chez les agents privés.

L'évolution annoncée des soldes des administrations publiques entre 2001 et 2000 appelle cependant un retraitement, car la mise aux enchères des licences UMTS génère des revenus ponctuels très importants. Ce prélèvement, souvent unique, est sans grande influence sur les flux macro-économiques à un horizon de deux ou trois trimestres. Son effet sur le solde peut être éliminé pour apprécier le caractère de la politique budgétaire à cet horizon.

Le tableau ci-dessous présente ces évolutions du solde des administrations publiques. En prévision, le solde hors UMTS se dégrade en Allemagne et aux Pays-Bas en 2001, il s'améliore en France et en Italie. Au total, pour l'ensemble de la zone Euro, le solde des administrations publiques est à peu près stable en 2001 par rapport à 2000, alors qu'il s'était amélioré assez nettement entre 1999 et 2000.

Le solde public a un effet sur le niveau de l'activité. C'est donc sa variation qui a un effet sur la croissance. Les politiques budgétaires étant globalement moins restrictives en 2001 qu'en 2000, elles devraient jouer dans le sens d'une accélération de l'activité. ■

### SOLDE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET RECETTES UMTS

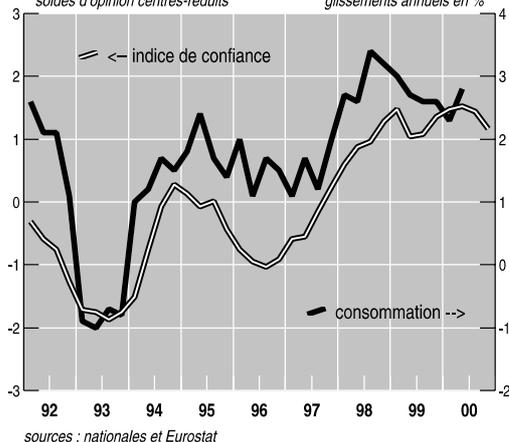
(en point de PIB)

	Solde y-c. UMTS			Solde hors recettes UMTS		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001
France <sup>(1)</sup>	-1,8	-1,4	0,0	-1,8	-1,4	-1,0
Allemagne	-1,4	+1,4	-1,5	-1,4	-1,1	-1,5
Italie	-1,9	-0,1	-1,1	-1,9	-1,3	-1,1
Pays-Bas	+1,0	+1,8	+0,6	+1,0	+1,1	+0,6
Zone euro	-1,3	0,3	-0,5	-1,3	-0,9	-0,8

(1) Recettes UMTS en 2000 pour l'Allemagne, l'Italie et les Pays-Bas ; en 2001 pour la France.

Source : Commission Européenne, budgets économiques d'automne 2000 - supplément A, publiés le 22 novembre ; pour la France, Rapport économique et financier 2001.

**CONSOMMATION DES MENAGES ET INDICE DE CONFIANCE**  
saldes d'opinion centrés-réduits glissements annuels en %



En effet, la majorité des accords en cours ont été signés avant l'été 2000, alors qu'un repli des prix énergétiques était anticipé. Ainsi, en Italie, les accords pour l'année 2000 ont été établis sur la base d'une cible gouvernementale d'inflation qui s'est avérée trop faible a posteriori et les salaires réels ont reculé. En janvier 2001, une nouvelle phase de négociations pourrait conduire à un rattrapage des salaires. La situation est analogue en Espagne, où 40% des contrats seront mécaniquement renégociés courant 2001 sur la base de l'écart entre la cible officielle d'inflation pour 2000 (2%) et la hausse des prix effective (de l'ordre de 3,5% en moyenne annuelle). En Allemagne en revanche, les négociations salariales menées au printemps 2000 portaient sur les deux années à venir et les salaires nominaux n'augmenteraient donc pas de plus de 2,5% par an d'ici à 2002.

**PIB DES PRINCIPAUX PAYS DE LA ZONE EURO**

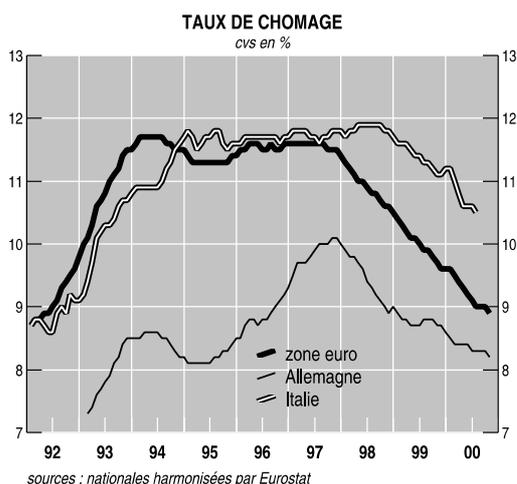
(variations annuelles et trimestrielles en %)

Variations annuelles			Variations trimestrielles							
1999	2000		1999		2000		2001			
			3° T.	4° T.	1° T.	2° T.	3° T.	4° T.	1° T.	2° T.
<b>ALLEMAGNE</b>										
1,6	3,2	PIB	0,9	0,8	0,9	1,1	0,6	0,4	0,6	0,7
8,1	10,5	Importations	2,0	2,4	2,4	3,2	2,6	1,6	1,9	1,9
2,6	2,0	Consommation des ménages	0,6	0,5	0,3	1,3	0,1	0,3	0,7	0,7
-0,1	1,6	Consommation publique	0,4	-0,1	1,8	-0,2	-0,3	0,0	0,4	0,4
3,3	3,2	FBCF totale	2,3	-0,8	1,9	-0,4	1,4	1,1	1,0	1,0
5,1	12,9	Exportations	3,1	2,9	3,7	2,7	2,7	2,2	2,2	2,0
2,2	2,1	Contributions <sup>(1)</sup> : Demande intérieure hors stocks	0,9	0,1	0,9	0,6	0,3	0,4	0,7	0,7
0,2	0,2	Variations de stocks	-0,4	0,5	-0,4	0,6	0,2	-0,2	-0,2	0,0
-0,8	0,8	Commerce extérieur	0,3	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,1
<b>ITALIE</b>										
1,4	2,6	PIB	0,7	0,5	1,1	0,3	0,4	0,7	0,7	0,7
3,3	9,7	Importations	-0,3	3,7	0,3	5,5	2,2	1,8	1,8	1,7
1,7	2,7	Consommation des ménages	0,2	0,4	1,3	0,6	0,3	0,7	0,6	0,7
0,8	1,1	Consommation publique	0,4	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
4,4	7,2	FBCF totale	1,3	2,0	2,1	1,6	1,4	1,4	1,3	1,3
-0,7	8,6	Exportations	4,3	1,4	2,1	1,8	1,6	1,8	1,8	1,7
2,0	3,2	Contributions <sup>(1)</sup> : Demande intérieure hors stocks	0,4	0,7	1,2	0,8	0,5	0,7	0,7	0,7
0,4	-0,4	Variations de stocks	-0,9	0,3	-0,7	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0
-1,0	-0,2	Commerce extérieur	1,2	-0,6	0,5	-0,9	-0,2	0,0	0,0	0,0
<b>ESPAGNE</b>										
4,0	4,0	PIB	0,6	1,2	1,2	0,9	0,8	0,8	0,8	0,9
11,9	11,4	Importations	2,8	3,5	1,4	2,5	2,9	2,6	2,3	2,3
4,7	3,9	Consommation des ménages	1,0	0,8	1,9	0,3	0,6	0,6	0,7	0,8
2,9	1,0	Consommation publique	-0,7	0,6	0,4	-0,1	0,6	0,4	0,5	0,5
8,9	6,3	FBCF totale	1,5	0,7	0,7	2,4	2,2	2,0	1,9	1,7
6,6	10,7	Exportations	0,9	4,8	-0,1	4,4	2,7	2,6	2,4	2,3
5,4	4,0	Contributions <sup>(1)</sup> : Demande intérieure hors stocks	0,8	0,8	1,4	0,7	1,0	0,9	1,0	1,0
0,2	0,4	Variations de stocks	0,4	0,1	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0
-1,5	-0,4	Commerce extérieur	-0,6	0,3	-0,5	0,5	-0,1	-0,1	0,0	-0,1

■ 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.



Au total, l'accélération des salaires serait modérée au niveau de l'ensemble de la zone. Avec un emploi en léger ralentissement, la masse salariale resterait donc sur une pente légèrement supérieure à 4%. Cependant, au premier semestre de 2001, le pouvoir d'achat du revenu accélérerait sous la conjugaison de deux effets. D'une part, sous l'hypothèse d'un tassement des cours du pétrole au printemps prochain, l'inflation de la zone euro devrait se replier de l'ordre de 1/2 point. D'autre part, certaines des baisses de prélèvement décidées par nombre de pays de la zone prendraient effet dès le début de l'année (IR en Allemagne et en Italie, CSG en France). Cette accélération du revenu réel permettrait à la consommation privée de retrouver une pente de croissance supérieure à 2,5% au premier semestre de 2001, après moins de 2% au deuxième semestre de 2000.

## Les exportations devraient ralentir, les importations resteraient vigoureuses

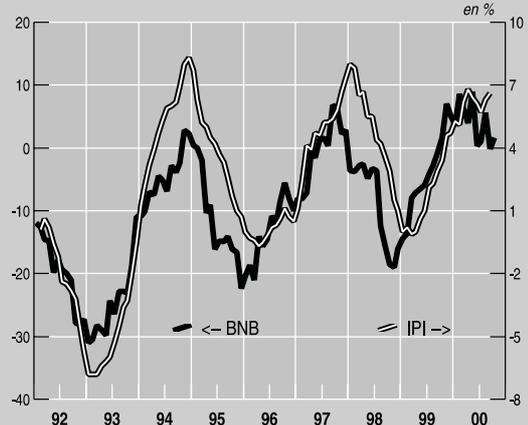
L'accélération de la demande intérieure de la zone viendrait progressivement compenser un ralentissement de la demande extérieure. L'environnement international de la zone euro se dégraderait en effet tout au long du second semestre de 2000 et du premier semestre de 2001. Les effets retardés de la baisse de l'euro jouant encore favorablement par un effet compétitivité-prix, les exportations de la zone ont encore enregistré à l'été une forte progression (+3% en variation trimestrielle). Par la suite, elles ralentiraient sensiblement, d'autant que ces gains de compétitivité prix devraient s'estomper à l'horizon du premier semestre de 2001. Les exportations de la zone rejoindraient ainsi une pente de croissance de l'ordre de 6%, après avoir progressé de 11% en moyenne annuelle en 2000.

Avec une demande intérieure encore robuste et des exportations très dynamiques, les importations de la zone ont conservé au premier semestre de 2000 un fort rythme de croissance, de l'ordre de 10% en variation annuelle. Elles seraient encore très dynamiques au second semestre puis conserveraient à l'horizon du printemps prochain une pente de croissance proche de 8%. Le repli sensible des exportations, qui possèdent un fort contenu en importations, jouerait en effet dans le sens d'un ralentissement de celles-ci, mais ce mouvement devrait être atténué du fait du regain de vigueur de la demande intérieure au premier semestre de 2001. Au total, la contribution de l'extérieur pour la zone euro serait quasi neutre au second semestre de 2000. Elle deviendrait négative au premier semestre de 2001. ■

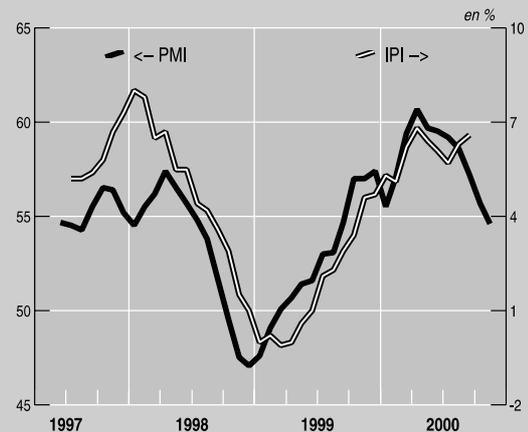
L'attention des conjoncturistes se concentre aujourd'hui sur quatre indicateurs conjoncturels de l'activité de la zone euro : l'indice IFO pour l'Allemagne de l'Ouest, l'indice PMI de l'agence Reuters, l'indicateur synthétique zone euro produit par l'Insee et l'indicateur de confiance des chefs d'entreprise BNB. Tous ces indicateurs sont effectivement bien corrélés avec l'activité de la zone. Le BNB est un indicateur avancé de l'activité dans la zone, mais le délai est instable. L'indicateur PMI est trop récent pour que l'on puisse évaluer correctement ses capacités prédictives. L'IFO ne concerne pas seulement l'industrie manufacturière, et est soumis aux aléas spécifiques de la conjoncture allemande. L'indicateur synthétique zone euro, calculé par l'Insee, présente les avantages d'être calculé sur les 6 principaux pays de la zone euro et d'être le plus lisse, donc le plus facile à interpréter.

L'indicateur BNB (Banque Nationale de Belgique) reflète la confiance des industriels belges. La Belgique est un pays très ouvert au commerce international et spécialisé dans la production de biens très en amont du processus de production. Ainsi, la Belgique est susceptible d'être en avance sur des économies plus diversifiées comme la France ou l'Allemagne.

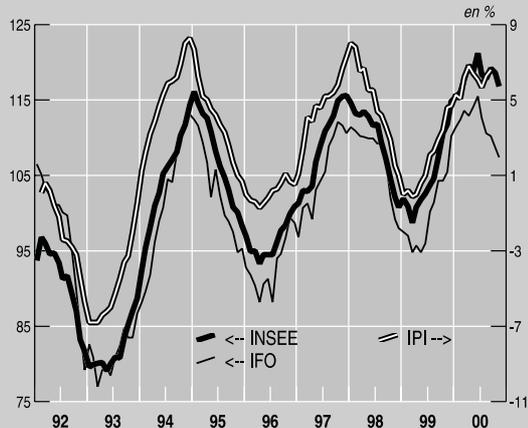
Disponible sur longue période, l'indicateur BNB est relativement bien corrélé avec le glissement annuel<sup>(1)</sup> de l'Indice de la Production Industrielle (IPI). Toutefois, il présente une avance de phase de durée variable qui complique son utilisation pour prévoir la date des inflexions de l'activité de la zone euro.



L'indice PMI (Purchasing Managers Index) de Reuters est disponible depuis la mi-97. Il est issu d'une enquête réalisée mensuellement auprès des directeurs d'achat de grandes entreprises dans les grands pays de la zone. Difficile à lire en début de période, il a cependant bien signalé les points de retournement conjoncturels de l'IPI pendant les deux dernières années. Il demeure de création trop récente pour que sa fiabilité soit définitivement attestée.



L'indicateur synthétique de l'Insee résume l'information fournie dans les enquêtes de conjoncture dans l'industrie manufacturière des six plus grands pays de la zone (voir dossier de la note de juin 2000). Ses résultats sont qualitativement proches des indications fournies par l'indice IFO. Ce dernier indicateur - qui focalise l'attention des marchés financiers - ne couvre que l'Allemagne de l'Ouest. De plus, il n'est pas seulement élaboré à partir des enquêtes de conjoncture dans l'industrie manufacturière, mais inclut aussi le commerce de détail, le commerce de gros et la construction. Il est à ce titre plus sujet aux idiosyncrasies de la conjoncture allemande. Ces deux indicateurs sont bien corrélés avec l'IPI de la zone euro. Toutefois, l'indice Insee présente l'avantage de porter sur un champ géographique beaucoup plus large. Il est également plus lisse que l'indice IFO, ce qui peut le rendre plus simple d'interprétation. ■



L'échelle de l'indicateur IFO a été modifiée afin d'illustrer l'évolution conjointe des trois séries

(1) Un glissement annuel peut signaler avec quelques mois de retard les points de retournement.

# Prix à la consommation au sein de la zone euro

Le mouvement de redressement de l'inflation entamé dans la zone euro au deuxième semestre de l'année 1999 s'est poursuivi au cours des trois premiers trimestres de l'année 2000. Le glissement annuel des prix en zone euro s'établit au-dessus de +2,5% au deuxième semestre. Après être restée stable jusqu'en août 2000, proche de +1,2%, l'inflation sous-jacente accélère légèrement à +1,5% sur la fin de l'année.

La diffusion de l'inflation importée consécutive au renchérissement des matières premières et à la dépréciation de l'euro est restée limitée. L'accélération passée des prix en zone euro résulte essentiellement de la reprise de la hausse des prix des produits pétroliers.

Sous l'hypothèse d'une stabilisation de l'euro et d'une légère baisse du cours du brent au printemps prochain, les effets du choc pétrolier s'estomperaient progressivement. De ce fait, l'inflation, qui se stabilise au dernier trimestre 2000, devrait se replier pour atteindre +2,1% en juin 2001.

## Une hausse de l'inflation tirée par les prix de l'énergie

Sur les douze derniers mois, le glissement annuel des prix a progressé de 1,3 point, pour s'établir à +2,7% en octobre 2000, contre +1,4% un an auparavant. Après une courte période de stabilisation autour de

+2,0% au deuxième trimestre, l'inflation a rebondi durant l'été sous l'impulsion d'une nouvelle augmentation des prix de l'énergie.

La hausse des prix des produits pétroliers a en effet continué d'alimenter la remontée des prix de l'énergie. Ceux-ci ont contribué pour 0,7 point à la hausse du glissement annuel de l'indice d'ensemble, soit plus de la moitié de l'accélération des prix enregistrée en zone euro. Le glissement annuel des prix des carburants se maintient au-dessus des +20,0% depuis le début de l'année, tandis que les prix du regroupement électricité-gaz-fioul accélèrent en rythme annuel de +2,4% en janvier à +8,1% en octobre 2000.

Autre facteur exceptionnel, le glissement annuel des prix de l'alimentation a connu une forte hausse au cours de l'été (de +0,8% en mai à +2,1% en septembre) qui s'explique par les baisses saisonnières particulièrement accentuées qu'avaient connu les prix alimentaires à l'été 1999. Ces mouvements des prix alimentaires ont contribué pour 0,3 point à l'accélération de l'inflation.

L'inflation sous-jacente<sup>(1)</sup> s'est stabilisée au troisième trimestre autour de +1,3%. Depuis septembre, sous l'effet de la légère accélération des prix des produits manufacturés (+0,3 point de glissement annuel) et des prix des services (+0,2 point), elle s'est

(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)	octobre 1999	octobre 2000	novembre 2000	décembre 2000	juin 2001
<b>Ensemble (100,0%)</b>	<b>1,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>
Produits alimentaires (16,7%)	-0,1	2,1	1,2	0,8	1,2
Boissons alcoolisées et tabac (4,2%)	2,5	1,6	2,1	2,0	1,7
Habillement-chaussures (8,0%)	0,8	1,1	0,8	1,0	0,5
Logement-eau-gaz-électricité (15,8%)	1,8	5,7	5,6	5,1	5,1
Ameublement et articles d'entretien (8,1%)	0,8	1,2	1,2	1,3	1,3
Santé (3,2%)	1,8	2,1	2,0	1,9	1,7
Transports (15,7%)	3,7	4,9	5,2	4,6	1,3
Communications (2,3%)	-4,9	-4,8	-4,9	-5,1	-2,7
Loisirs et culture (9,7%)	-0,2	0,8	0,3	0,3	0,8
Enseignement (0,9%)	2,2	4,0	3,8	3,8	3,7
Hôtels-cafés-restaurants (8,5%)	2,2	2,9	2,5	2,3	2,2
Autres biens et services (7,0%)	1,8	2,2	2,1	2,2	1,6
<b>Inflation sous-jacente (70,2%)</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>

■ Préviation  
Source : Eurostat

de nouveau redressée pour s'établir en octobre 2000 à +1,5%. L'inflation importée due à la dépréciation de l'euro et la diffusion à d'autres secteurs du renchérissement des prix du pétrole (-13% en un an pour le taux de change effectif) sont demeurées limitées : les hausses de prix des produits manufacturés et des services demeurent en deçà des rythmes annuels enregistrés en 1998. Il est donc pour l'heure prématuré d'évoquer des effets de second tour.

### Des réactions au choc pétrolier comparables d'un pays à l'autre

En un an, les prix accélèrent dans tous les pays de la zone euro. En octobre 2000, l'inflation harmonisée est ainsi partout supérieure à +2,0%. L'Autriche et la France ont l'inflation la plus basse de la zone (+2,1%), suivies par l'Allemagne (+2,4%).

L'accélération de l'inflation a été globalement similaire dans la plupart des pays (entre un et deux points de glissement annuel supplémentaires). Le choc de prix de l'énergie a cependant un impact plus important en Belgique et au Luxembourg, où les prix accélèrent de plus de deux points.

L'Irlande constitue un autre cas particulier : le glissement annuel des prix (+6,0%) y est le plus élevé de la zone et s'est accru de plus de trois points en un an, en raison notamment de la dépréciation de l'euro face à la livre sterling et d'une inflation soutenue dans le secteur des services. Sous l'effet de la seule accélération des prix irlandais, l'écart maximal d'inflation entre les pays de la zone euro a presque doublé en un an : 3,9 points en octobre 2000 contre 2,0 points un an auparavant.

La Grèce, qui rejoindra la zone euro au 1er janvier 2001, connaît une inflation similaire à celle de pays tels que l'Espagne, le Portugal ou la Belgique, supérieure à la moyenne de la zone.

### INFLATION DE LA ZONE EURO PAR PAYS

(glissement annuel de l'IPCH, en %)

	octobre 1999	septembre 2000	octobre 2000
France	0,8	2,3	2,1
Allemagne	0,9	2,6	2,4
Italie	1,9	2,6	2,7
Espagne	2,4	3,7	4,0
Pays-Bas	1,8	2,9	3,2
Belgique	1,4	3,9	3,7
Autriche	0,8	2,3	2,1
Finlande	1,6	3,4	3,4
Portugal	1,8	3,6	3,7
Irlande	2,8	5,5	6,0
Luxembourg	1,9	4,2	4,3
<b>Zone euro</b>	<b>1,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>
Grèce	1,7	3,0	3,8
Royaume-Uni	1,2	1,0	1,0
Suède	1,0	1,3	1,3
Danemark	2,6	2,7	2,8
<b>U.E.</b>	<b>1,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>

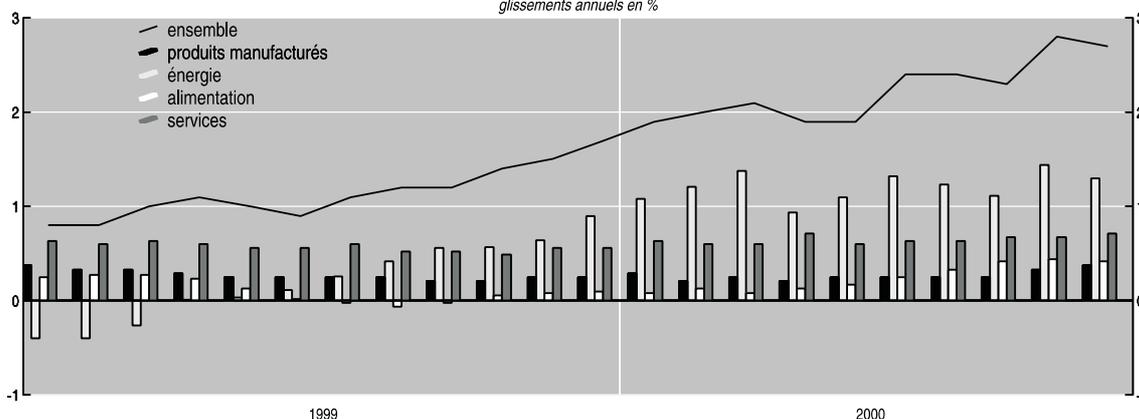
Source : Eurostat

### Modération salariale et stabilisation des tensions

Les coûts salariaux unitaires continuent de croître sur leur tendance antérieure. Les accords signés en Allemagne en janvier dernier pour les deux années 2000 et 2001 constituent un facteur de modération. Les salaires ne devraient pas connaître d'accélération sensible au premier semestre de 2001, même si de nouvelles négociations salariales sont à venir, notamment en Italie. La hausse des prix de l'énergie ne se traduirait donc pas par l'enclenchement d'une boucle prix-salaires.

La reprise industrielle a conduit à une nette remontée des taux d'utilisation des capacités de production depuis le troisième trimestre de 1999, tout en restant en deçà des maxima de 1990. Ce mouvement semble s'essouffler au quatrième trimestre de l'année 2000, sous l'effet du ralentissement industriel et du dyna-

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



misme des investissements en 2000 dans la zone euro (comme l'indiquait l'enquête investissements de printemps).

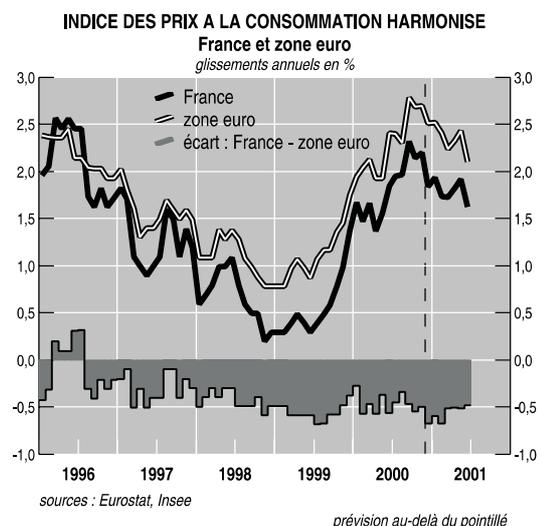
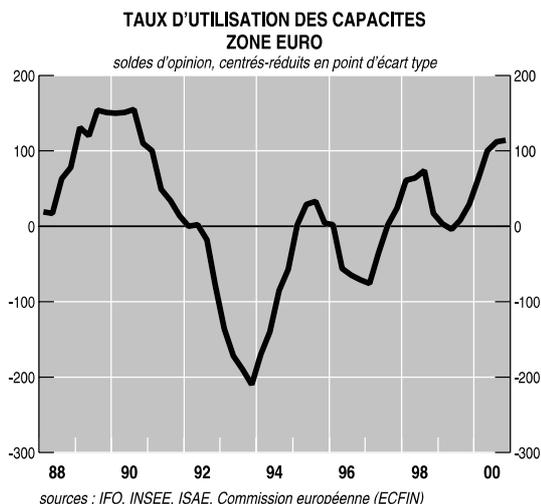
Au total, les tensions inflationnistes ne devraient pas s'aggraver à court terme, sous l'effet conjugué de la modération salariale et du dynamisme de l'investissement. Ceci explique sans doute que les perspectives de prix de vente des industriels de la zone euro se soient stabilisées depuis l'été.

### Amorce d'un repli de l'inflation en 2001

Sous l'hypothèse de stabilité du taux de change de l'euro et d'un léger recul des prix du pétrole au printemps, l'inflation dans la zone euro devrait s'infléchir et atteindre +2,1% en juin 2001 après 2,5% en décembre.

La sortie du calcul du glissement annuel des fortes hausses enregistrées l'hiver dernier, ainsi que la stabilisation des prix de l'énergie conduiraient à une décélération des prix énergétiques dès le premier trimestre 2001. Sous l'hypothèse d'une baisse du cours du Brent au printemps prochain (aux alentours de 27\$/bl en juin), ce mouvement s'accroîtrait, contribuant davantage encore au ralentissement de l'inflation totale.

Par ailleurs, dans un contexte de tensions modérées, l'inflation sous-jacente resterait contenue en l'absence d'effets de second tour marqués. Le glissement annuel des prix hors énergie et alimentation, qui atteignait +1,4% en octobre 2000, s'établirait ainsi à +1,5% en juin 2001. ■



# Pétrole et matières premières

Le prix du baril de Brent devrait rester élevé dans les mois à venir. L'arrivée de l'hiver ainsi que les niveaux très bas des stocks de produits raffinés compenseraient les premiers effets de l'inflexion industrielle mondiale.

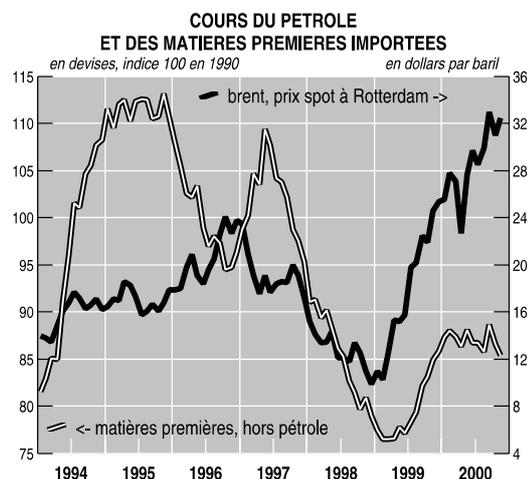
Le prix du pétrole se replierait à l'horizon de la fin du premier semestre de 2001, rejoignant un niveau légèrement inférieur à 27\$ en juin. Cette baisse proviendrait du ralentissement industriel mondial. L'effet sur les prix de cette diminution de la demande serait toutefois tempéré par des révisions à la baisse des quotas de l'OPEP dans le courant du premier semestre de 2001.

Le prix des autres matières premières n'a dû sa progression qu'à la baisse de l'euro. Au premier semestre de 2001, le prix en devise devrait se redresser, mais ce mouvement pourrait être tempéré par un léger redressement de la monnaie européenne.

## Baisse attendue du prix du pétrole dans le courant du premier semestre 2001

Le prix du baril de Brent s'établit aux alentours de 32 \$ au mois de novembre 2000, soit son niveau le plus élevé depuis la guerre du Golfe. En dépit de multiples ajustements à la hausse des quotas de l'OPEP depuis avril 2000, le cours du baril de Brent a continué d'augmenter, gagnant 6 \$ depuis le mois de mai.

La production de brut dépasse les achats des raffineurs depuis deux trimestres, suggérant que la constitution de stocks de pétrole brut pourrait actuellement alimenter la demande de pétrole. Les incertitudes politiques au Proche Orient, ainsi que le faible niveau des stocks de produits raffinés dans les pays de l'OCDE à l'arrivée de l'hiver dans l'hémis-



phère nord expliquent le maintien du prix du pétrole à un niveau élevé en cette fin d'année 2000, et suggère la constitution de stocks spéculatifs.

Au premier semestre de 2001, le prix du pétrole devrait se replier progressivement pour retomber en-dessous de 27 \$ au mois de juin. La dissipation des craintes de pénuries locales en produits finis et le ralentissement industriel mondial feraient dégonfler les stocks spéculatifs de pétrole brut. La baisse du prix résulterait de cette diminution sensible de la demande. Cette baisse resterait toutefois limitée, l'OPEP ayant laissé entendre qu'elle pourrait réduire progressivement ses quotas de production à cet horizon. En outre, l'intensification de l'activité de raffinage en vue de reconstituer les stocks, très bas à l'hiver, soutiendrait la demande au premier semestre de 2001.

## PRIX DU PÉTROLE

	Niveaux trimestriels							Niveaux annuels		
	1999		2000				2001	1998	1999	2000
	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> S.			
Dollar en francs	6,3	6,3	6,7	7,0	7,3	7,7	7,7	5,9	6,2	7,2
<b>PÉTROLE</b>										
Baril de "BRENT DATÉ" en dollars	20,5	24,0	26,8	26,7	30,5	30,8	27,0	12,8	17,8	28,7
Tonne importée en francs	921	1 100	1 330	1 387	1 549	1 637	1 349	560	792	1 476

■ Préviation

## La baisse de l'euro a renchéri le 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. En revanche, l'indice en francs s'est apprécié de 10% depuis le mois de juin, en raison de la poursuite de la baisse de l'euro à l'été.

Le prix des métaux de base semble atteindre un palier depuis le début de cette année mais pourrait à nouveau se redresser à l'horizon de la prévision. En dépit de la décélération de l'activité industrielle mondiale, le prix des métaux de base recèle un potentiel de hausse. En effet, la croissance des pays asiatiques est dynamique, notamment celle de la Chine qui s'est de plus lancée dans un programme d'extension et de modernisation de ses infrastructures. En outre, les stocks de la plupart de ces métaux sont historiquement bas.

L'évolution des cours des matières **agro-industrielles** est moins homogène que celle des métaux de base. Des hausses des cours du caoutchouc naturel, du coton et de la laine sont vraisemblables dans les prochains mois en raison d'une forte demande et d'une érosion des stocks. En revanche les cours de la pâte à papier devraient peu augmenter dans les prochains mois. La forte demande liée à la reprise des pays émergents a engendré des accroissements de capacités et celles-ci pourraient s'avérer excédentaires en cas de diminution cyclique de la demande. Finalement, les cours du bois devraient continuer à baisser compte tenu de l'excédent d'offre faisant suite aux tempêtes qui ont dévasté les forêts d'Europe occidentale l'hiver dernier. Simultanément, l'activité dans la construction aux États-Unis et en Europe devrait se modérer à la suite du durcissement passé des conditions monétaires dans les deux zones.

Malgré un niveau très bas, le prix des matières alimentaires devrait continuer à baisser légèrement. L'offre demeure structurellement fortement excédentaire. ■

# Échanges extérieurs

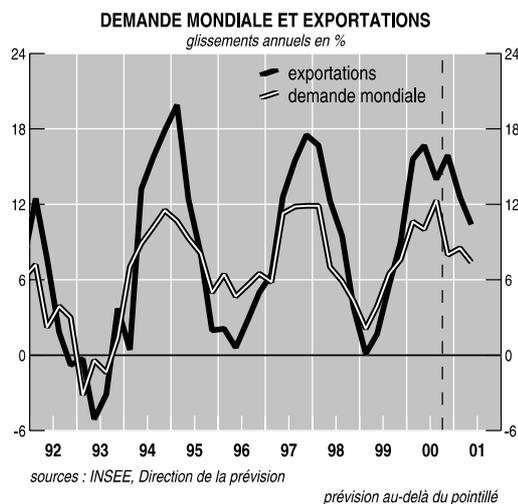
Les échanges commerciaux ont été extrêmement dynamiques sur la première moitié de l'année 2000. Les exportations ont bénéficié d'une demande mondiale très vigoureuse et des gains de compétitivité permis par la dépréciation de l'euro.

A partir du second semestre de 2000, la progression de la demande mondiale et les gains de compétitivité vont en s'amoindrissant. Au total, après une première moitié d'année sur un rythme annuel de 15%, les exportations progresseraient sur une pente de 10% au second semestre de 2000, puis de 7% à l'horizon de la mi-2001. Dans le même temps, les importations, très soutenues à l'été au regard du ralentissement de la demande privée, connaîtraient une correction au quatrième trimestre. Le rebond en 2001 de la consommation des ménages redynamiserait les importations, à un rythme toutefois moins élevé que celui qui a prévalu en 2000.

Au total, après avoir été légèrement positive au premier semestre de 2000, la contribution des échanges extérieurs à la croissance serait neutre au deuxième semestre, puis légèrement négative au premier semestre de 2001. Le contraste entre une conjoncture mondiale moins porteuse et une demande intérieure à nouveau dynamique expliquerait l'essentiel du mouvement, renforcé en outre par l'atténuation progressive des gains de compétitivité.

## Des exportations manufacturières moins soutenues

La croissance des exportations de biens manufacturés s'est infléchie au troisième trimestre (+2,5%) à cause du tassement enregistré dans le secteur des biens d'équipement (-0,5%). Cette baisse,



inattendue dans ce secteur actuellement dynamique, traduit un retour à la normale après un premier semestre exceptionnel pour la construction navale, aéronautique et ferroviaire ainsi que pour les équipements électriques et électroniques. En revanche, les ventes d'automobiles sont très élevées au troisième trimestre (+10,2%) particulièrement à destination de la zone euro et des pays asiatiques.

Au dernier trimestre de l'année 2000, les exportations retrouveraient un rythme plus compatible avec la demande mondiale du moment et les gains de compétitivité dont bénéficient encore les entreprises grâce à la dépréciation passée de l'euro. Au début de l'année 2001, le ralentissement de la demande mondiale et l'épuisement progressif des gains de compétitivité réduiraient de moitié le rythme de croissance des exportations manufacturées : elles évolueraient à un rythme annuel proche de 8%.

## SOLDE COMMERCIAL

(en milliards de francs)

	Niveaux semestriels (CVS-CJO)					Niveaux annuels		
	1999		2000		2001	1998	1999	2000
	1 <sup>er</sup> s.	2 <sup>nd</sup> s.	1 <sup>er</sup> s.	2 <sup>nd</sup> s.	1 <sup>er</sup> s.			
Agriculture / IAA	27,6	33,8	31,9	30,5	30,1	58,3	61,4	62,4
Énergie	-30,7	-47,3	-72,0	-79,6	-80,6	-62,1	-78,0	-151,6
Manufacturés <sup>(1)</sup>	35,5	42,7	36,4	6,3	-6,8	97,3	78,1	42,7
<b>Total Caf / Fab</b>	<b>32,3</b>	<b>29,2</b>	<b>-3,7</b>	<b>-42,8</b>	<b>-57,3</b>	<b>93,5</b>	<b>61,5</b>	<b>-46,5</b>
<b>Total Fab / Fab<sup>(2)</sup></b>	<b>58,2</b>	<b>57,3</b>	<b>27,7</b>	<b>-8,3</b>	<b>-20,7</b>	<b>145,0</b>	<b>115,5</b>	<b>19,4</b>

■ 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 dynamiques au premier semestre 2001

Les importations de produits manufacturés ont été exceptionnellement soutenues au troisième trimestre (+5,3%). En lien avec le dynamisme de l'investissement, les importations de biens d'équipement ont fortement progressé (+7,7%). Cependant, l'ampleur de la hausse globale des importations demeure un peu surprenante au vu du ralentissement de la demande.

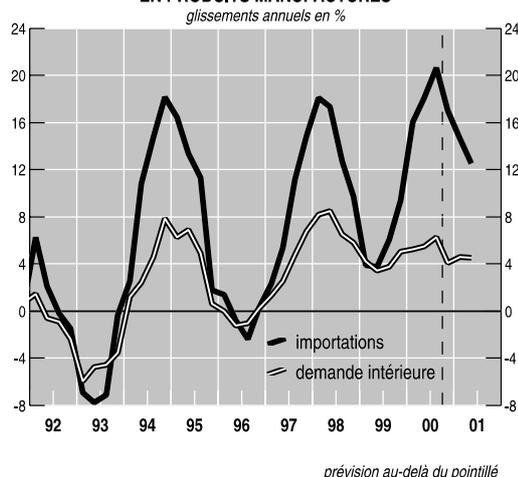
Dans ces conditions, les importations enregistreraient une correction en cette fin d'année, retrouvant ainsi sur le semestre un rythme de progression plus en ligne avec la demande intérieure. Elles se redresseraient l'an prochain, profitant de l'accélération de la consommation et de la croissance toujours soutenue de l'investissement. Ainsi, les importations augmenteraient sur une pente annuelle de l'ordre de 10%.

## Ralentissement modéré des prix à l'exportation et à l'importation

Les prix des exportations ont progressé de façon modérée depuis près de deux ans. Ainsi, à la mi-2000, le glissement annuel des prix des exportations se montait à 1,4%. Cette progression, un peu plus dynamique que celle du prix du PIB, s'explique peut-être par le comportement des exportateurs, qui auraient profité de la forte dépréciation du change pour augmenter leurs marges sur les marchés étrangers. A l'horizon de la mi-2001, dans un contexte de stabilisation, voire de redressement de l'euro, l'épuisement progressif des gains de compétitivité-prix jouerait en sens inverse. Le glissement annuel des prix reviendrait ainsi à 0,8% environ.

Les prix à l'importation ont accéléré depuis deux ans sous l'effet de la dépréciation de l'euro et de la progression des prix des produits pétroliers. La stabilisation du prix du baril puis sa légère baisse au printemps prochain ainsi que la meilleure tenue de l'euro, devraient désormais ralentir ce mouvement.

### IMPORTATIONS ET DEMANDE INTERIEURE EN PRODUITS MANUFACTURES



## Un secteur agro-alimentaire faiblement dynamique

Le début du second semestre a été marqué par une baisse sensible du solde agricole, que l'on observe à la fois sur le solde de l'agriculture et dans une moindre mesure dans les industries agro-alimentaires.

Les exportations céréalières ont été bridées au troisième trimestre par un retard pris dans des agréments administratifs liés au contrôle de la qualité des produits. Ces difficultés ayant été levées, les exportations en produits agricoles devraient donc rebondir en cette fin d'année.

Dans l'industrie agro-alimentaire, les exportations de produits laitiers et de volailles ont été soutenues depuis le début de l'année. Cette bonne conjoncture ne devrait pas se poursuivre au quatrième trimestre. Par ailleurs, la crise de la filière bovine devrait peser sur les exportations de viandes. Enfin, après la forte chute des exportations de champagne et de cognac, du début de l'année (due au contrecoup du passage à l'an 2000), les exportations de vins français sont revenues à des niveaux plus proches de la normale.

Au total, au premier semestre 2001, les exportations du secteur agro-alimentaire devraient être faiblement dynamiques.

## BALANCE DES TRANSACTIONS COURANTES

(soldes bruts en milliards de francs)

	Niveaux semestriels					Niveaux annuels		
	1999		2000		2001	1998	1999	2000
	1 <sup>er</sup> S.	2 <sup>nd</sup> S.	1 <sup>er</sup> S.	2 <sup>nd</sup> S.	1 <sup>er</sup> S.			
<b>MARCHANDISES<sup>(1)</sup></b>	<b>58</b>	<b>66</b>	<b>26</b>	<b>11</b>	<b>-8</b>	<b>147</b>	<b>124</b>	<b>37</b>
<b>SERVICES<sup>(2)</sup></b>	<b>50</b>	<b>68</b>	<b>71</b>	<b>72</b>	<b>63</b>	<b>101</b>	<b>118</b>	<b>143</b>
- liés aux échanges extérieurs	9	24	27	24	18	32	33	51
- liés aux échanges de technologie	6	4	5	5	5	12	11	10
- voyages	37	42	40	46	42	63	79	86
- autres services	-2	-3	-1	-3	-2	-6	-5	-4
<b>REVENUS</b>	<b>34</b>	<b>33</b>	<b>44</b>	<b>55</b>	<b>62</b>	<b>51</b>	<b>68</b>	<b>99</b>
<b>TRANSFERTS COURANTS</b>	<b>-26</b>	<b>-56</b>	<b>-25</b>	<b>-58</b>	<b>-31</b>	<b>-77</b>	<b>-82</b>	<b>-83</b>
<b>TRANSACTIONS COURANTES</b>	<b>116</b>	<b>112</b>	<b>116</b>	<b>80</b>	<b>86</b>	<b>222</b>	<b>228</b>	<b>196</b>

■ 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.

## Une facture énergétique moins lourde en 2001

Le choc pétrolier a fortement alourdi la facture énergétique en 2000. Le déficit (caf-fab) du commerce extérieur pour les produits énergétiques devrait s'établir aux alentours de 150 milliards de francs (CVS-CJO) pour 2000, contre 78 MdF en 1999 soit une détérioration de 0,8 point de PIB.

L'augmentation sensible en volume des exportations d'électricité et de produits raffinés est très loin d'avoir compensé le renchérissement des importations.

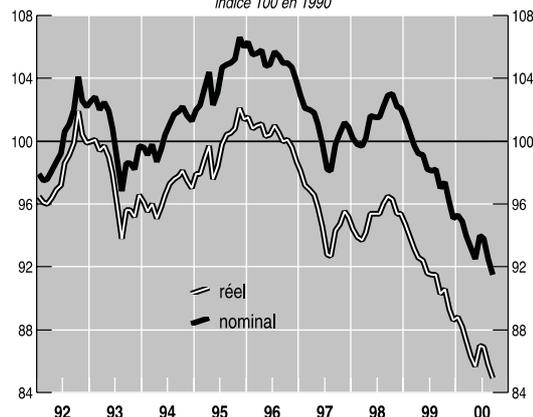
Sous l'hypothèse d'une stabilisation du cours du baril de pétrole cet hiver, puis de sa baisse au printemps, la facture énergétique devrait se réduire progressivement l'an prochain.

## Réduction de l'excédent des transactions courantes en 2000

Le solde des transactions courantes baisserait de 32 MdF en 2000 par rapport à l'année précédente, s'établissant aux alentours de 196 MdF. Cette baisse résulte avant tout de la forte dégradation du solde commercial.

Le solde des services se serait amélioré en 2000, d'environ 25 MdF par rapport à l'année précédente. Cette hausse provient à la fois du solde des services liés aux échanges extérieurs et du solde touristique, qui progresseraient respectivement de 18 MdF et de 7 MdF. Le solde des services d'assurance a été extrêmement élevé sur les trois premiers trimestres de l'année du fait des montants de réassurance versés aux assureurs français après la tempête de décembre

TAUX DE CHANGE EFFECTIF DU FRANC  
indice 100 en 1990



1999. Il devrait revenir au niveau de celui de 1999 dès le quatrième trimestre de 2000. La dépréciation de l'euro a stimulé la venue en France de touristes hors zone euro et explique une partie de l'amélioration du solde touristique.

En 2000, le solde des revenus progresserait de nouveau très fortement et atteindrait un niveau historique de 99 MdF. Cette tendance devrait se poursuivre en 2001. Elle s'explique essentiellement par la forte augmentation des intérêts perçus par les résidents au titre des "revenus d'investissement".

Le déficit du solde des transferts courants serait stable en 2000, s'établissant aux alentours de 83 MdF. Cette évolution s'expliquerait par la faible augmentation des prélèvements sur les recettes de l'État au profit du budget des communautés européennes. ■

## 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 <sup>(1)</sup>				
1998	1999	2000		1999		2000		2001
				1 <sup>er</sup> S.	2 <sup>nd</sup> S.	1 <sup>er</sup> S.	2 <sup>nd</sup> S.	
4,9	2,2	4,6	Zone euro (50%)	0,4	2,1	2,3	1,7	2,0
2,2	2,6	1,8	Royaume-Uni, Amérique du Nord, Japon (20%)	0,6	2,0	0,8	1,3	0,8
0,3	1,5	1,1	Zones émergentes <sup>(2)</sup> (12%)	0,7	0,7	0,8	0,8	0,6
<b>7,4</b>	<b>4,8</b>	<b>9,9</b>	<b>Total (100%)</b>	<b>1,9</b>	<b>5,7</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>

■ Préviation

(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 Préviation.