



**Fiches**

**Thématiques**



# Environnement international de la zone euro

*L'économie mondiale se trouve engagée dans une phase d'expansion généralisée. Le vigoureux rebond des demandes intérieures dans les pays émergents, la reprise marquée en Europe et celle, plus progressive, du Japon, se conjuguent avec l'infatigable dynamisme de l'économie américaine pour déboucher sur une croissance mondiale qui devrait atteindre environ 4,5% en 2000.*

*L'exceptionnel dynamisme de la fin d'année 1999 et du début de l'année 2000 pourrait néanmoins s'infléchir sous l'effet du resserrement des conditions monétaires. Notamment, les signes d'un ralentissement aux États-Unis et au Royaume-Uni semblent aujourd'hui plus avérés.*

*L'activité de la zone euro bénéficie donc d'un environnement très favorable. La demande mondiale qui lui est adressée progresse vivement, sur une pente d'environ 10% au premier semestre, pour s'infléchir aux alentours de 8% durant la seconde partie de l'année. L'affaiblissement supplémentaire de l'euro stimule par ailleurs les exportations européennes.*

*Le dynamisme de l'activité mondiale, ainsi que la hausse des prix du pétrole et des matières premières, créent néanmoins un contexte plus propice au développement de l'inflation. Par ailleurs, les déséquilibres entre devises se sont accentués, et les fortes recettes publiques n'encouragent pas les États à serrer leurs budgets, si bien que les politiques monétaires sont aujourd'hui davantage sollicitées.*

## États-Unis : un atterrissage "sans douceur" ne peut être exclu

Le dynamisme de l'économie américaine ne s'est pas démenti au premier trimestre de 2000. Reposant sur une demande intérieure en très forte expansion, le PIB s'est accru de 5,4% en termes annualisés. Les gains de productivité sont impressionnants mais ne devraient pas se maintenir à un rythme aussi soutenu. La croissance devrait retrouver une pente plus soutenable dans la seconde partie de l'année. Cette inflexion, déjà sensible au vu de certains indicateurs avancés, est à rapprocher de la hausse des taux de 150 points de base opérée par la Fed depuis l'été 1999. Toutefois, le risque d'un atterrissage brutal n'est pas exclu. En particulier, la Fed pourrait avoir des difficultés à contrebalancer une correction boursière.

L'économie américaine donne des signes de ralentissement. Dans les enquêtes, l'optimisme des chefs d'entreprise décline pour le troisième mois consécutif, si bien que l'activité dans l'industrie pourrait ralentir dès le second trimestre de 2000. Les tensions sur le marché du travail devraient se tempérer : l'emploi total (hors secteur public) s'est réduit en mai de plus de 160 000 postes cependant que le taux de chômage gagnait 0,2 point pour s'établir à 4,1%. Du côté de la demande, malgré un indicateur de confiance des ménages à son plus haut niveau historique, les ventes au détail se tassent de 0,2% en avril, suggérant que la consommation pourrait s'assagir. De surcroît, l'investissement résidentiel semble perdre de son dynamisme depuis l'automne 1999.

Les tensions inflationnistes restent très contenues. Le niveau élevé des prix du pétrole ne s'est pas diffusé au reste de l'économie. La forte accélération des prix de production reste en effet circonscrite à sa composante énergétique. L'indice hors énergie et alimentaire demeure très stable en début 2000, et s'établit à +0,2% en mai en variation mensuelle. Sur le marché du travail, les salaires nominaux sont en légère accélération ce qui peut être le signe avant-coureur d'une diffusion à l'ensemble de l'économie des hausses de prix des matières premières et le reflet de tensions sur le marché du travail. Les salaires réels continuent toutefois de ralentir au premier trimestre. De plus, les gains de productivité du travail n'ont toujours pas fléchi (+3,7% en glissement annuel au premier trimestre).

L'économie américaine connaît des déséquilibres plus forts que ceux qui sont observés d'ordinaire à la fin de la phase d'expansion du cycle. La Fed pourrait ainsi éprouver des difficultés à piloter un atterrissage en douceur en cas de correction boursière. Bien que le Dow Jones demeure stable depuis le début mars, l'indice NASDAQ des nouvelles technologies a cédé presque 40% depuis le 3 mars, soit une chute comparable à celle de l'ensemble des valeurs boursières en octobre 1987. Si les valeurs traditionnelles ve-

## COMPOSITION DE LA RICHESSE FINANCIÈRE DES MÉNAGES

(en % de la richesse financière des ménages)

	1980-1985	1986-1990	1991-1995	1996-1999
Actions	10,9	12,5	16,1	20,3
Fonds Communs de Placement	1,0	3,2	4,8	7,5
Fonds de Pension	17,1	21,7	24,9	28,5

Source : Federal Reserve Board

naient à connaître une correction d'une ampleur comparable, les effets du tassement boursier pourraient se propager plus rapidement et plus massivement aujourd'hui qu'à la fin des années 1980.

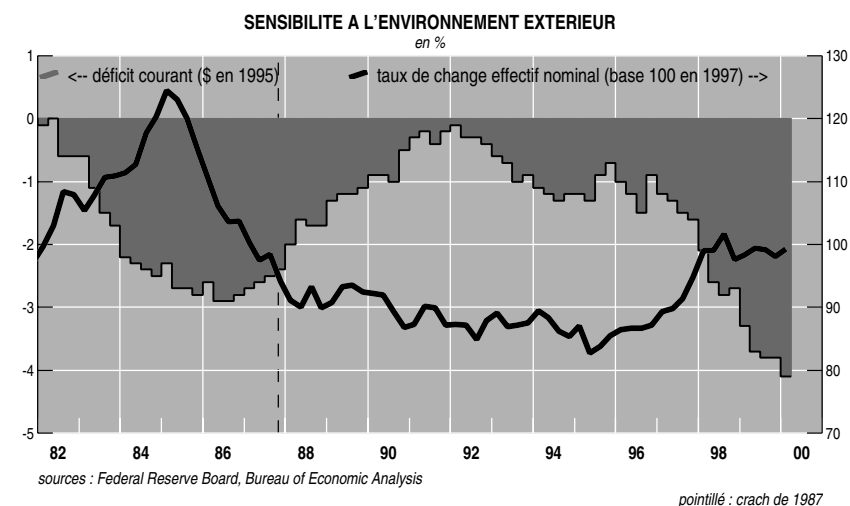
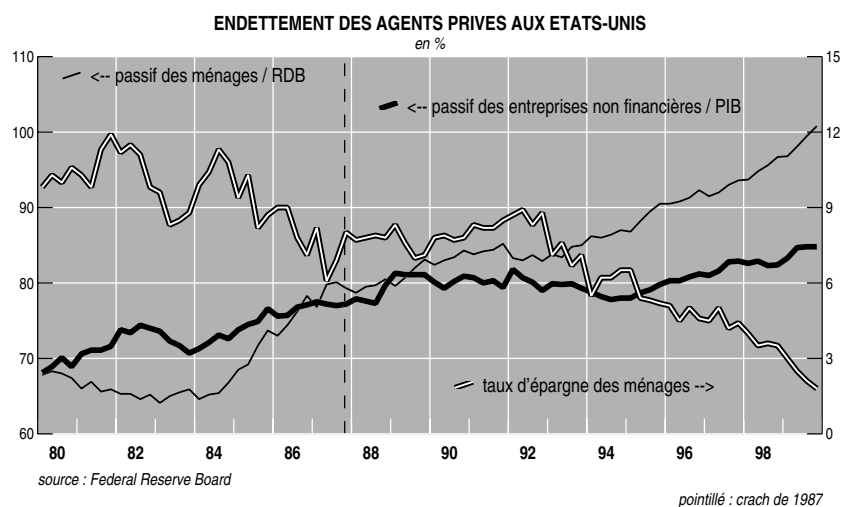
La richesse des ménages américains est en effet davantage exposée aux marchés d'actions. La part des actions dans le patrimoine financier des ménages s'élève à 25%, contre 10% en 1987. La forte progression des valeurs boursières a permis de gager une montée très significative de l'endettement. Les agents privés, surtout les ménages, sont ainsi davantage endettés en 2000 qu'ils ne l'étaient en 1987 : le passif des ménages s'établit à hauteur de 100% du revenu disponible brut, contre seulement 80% en 1987. Traduisant la forte confiance dans la pérennité de la hausse boursière, le taux d'épargne atteint des niveaux très bas, plus de 8 points en deçà du niveau de la fin des années 1980.

La stabilisation des marchés financiers pourrait donc entraîner d'importants mouvements du taux d'épargne. Le récent rebond du taux d'épargne (+0,3 point de RDB en avril) traduit d'ailleurs un mouvement d'inquiétude des américains devant la fébrilité des marchés boursiers. Le niveau d'endettement des entreprises non financières, quant à lui, est en hausse

de près de 10 points de PIB par rapport à 1987. Pour les entreprises, la situation s'est moins fragilisée que pour les ménages. Une correction boursière touchant l'ensemble des valeurs se traduirait donc avant tout par un fort ralentissement de la consommation intérieure.

La Fed pourrait dans ce contexte rencontrer davantage de difficultés qu'en 1987 pour amortir les effets réels de la correction boursière, ou pour piloter un ralentissement en douceur de l'activité, d'autant que ces marges de manœuvre pour assouplir la politique monétaire sans relancer l'inflation sont plus étroites.

L'environnement macro-économique est en effet aujourd'hui plus inflationniste qu'il ne l'était en 1987. La croissance de la demande intérieure excède celle du PIB depuis plusieurs années, alors que ce n'était pas le cas à l'époque. Le fort niveau du prix du pétrole (environ 28 \$ à la fin mai), maintenant stimulé par le dynamisme de l'économie mondiale, constitue un choc inflationniste, alors qu'en 1987, le contre choc pétrolier avait allégé les pressions sur les prix (le prix du Brent s'établissait alors à 14 \$). Finalement, pour financer leurs importations, les États-Unis sont aujourd'hui plus dépendants qu'en 1987 des entrées de capitaux étrangers (le déficit commercial ne s'établissait qu'à 2,4 points de PIB



contre 4,1 au premier trimestre de 2000), si bien qu'une correction boursière pourrait avoir une conséquence plus importante qu'alors sur le taux de change du dollar, et sur l'inflation importée.

Au total, le dynamisme persistant de l'économie américaine se traduit par une expansion de plus de 4% en moyenne annuelle en 2000. Les risques d'un ralentissement brutal se sont néanmoins nettement aggravés.

### Royaume-Uni : les marges de manoeuvre de la Banque Centrale d'Angleterre sont limitées

L'économie britannique a ralenti au premier trimestre de 2000. La croissance du PIB s'est établie à 2% en rythme annualisé, essentiellement du fait de l'inflexion de la demande intérieure. Ce ralentissement traduit l'impact du resserrement des conditions monétaires à l'œuvre depuis septembre 1999, ainsi peut-être qu'un effet lié au bug de l'an 2000 affectant

le comportement des entreprises. Des conditions monétaires toujours resserrées ne devraient pas permettre à l'économie britannique de dépasser une pente d'environ 2% au second semestre de 2000. La croissance britannique reposerait sur la consommation privée et surtout sur l'investissement des entreprises, plus que jamais nécessaire pour pallier les pénuries sur le marché du travail et le manque de compétitivité à l'exportation. L'économie britannique devrait croître de 2,9% en 2000, après 2,1% en 1999, en raison de l'acquis de croissance qui permet une accélération en moyenne annuelle. En glissement, l'économie britannique ralentit : 2,4% après 2,9%.

La Banque Centrale d'Angleterre mène une politique monétaire rigoureuse depuis l'automne 1999, en réponse à l'émergence de tensions inflationnistes (inflation immobilière, tensions sur le marché du travail, et montée très rapide des encours de crédit à la consommation). Son taux directeur a été relevé de 100 points de base depuis septembre 1999. Cette hausse se traduit déjà par une certaine atténuation des

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

(variations annuelles et glissements semestriels en %)

Moyennes annuelles				Glissements semestriels (1)			
1998	1999	2000		1999		2000	
				1 <sup>er</sup> S.	2 <sup>nd</sup> S.	1 <sup>er</sup> S.	2 <sup>nd</sup> S.
<b>ÉTATS-UNIS (34,0 %)</b>							
4,3	4,2	5,1		1,4	3,2	2,3	2,0
11,6	11,7	11,7		6,4	5,6	5,0	4,8
4,9	5,3	5,0		2,8	2,6	2,4	1,6
1,7	3,7	2,9		1,6	3,3	1,1	0,1
11,8	8,1	10,6		3,8	2,4	7,6	4,3
2,2	3,8	8,1		-0,4	5,2	3,3	4,2
6,5	5,6	5,8		2,9	2,8	3,1	2,2
0,1	-0,4	0,1		-0,6	0,6	-0,2	0,1
-1,3	-1,2	-0,9		-1,0	-0,2	-0,5	-0,3
<b>JAPON (17,2 %)</b>							
-2,5	0,3	1,5		2,5	-2,6	2,9	0,6
-7,6	5,3	8,6		5,0	7,8	1,9	4,4
-0,6	1,2	1,1		2,0	-1,8	2,1	0,6
1,5	1,3	1,1		-0,5	0,8	1,1	0,1
-7,5	-0,8	0,4		4,6	-4,6	2,5	0,4
-2,5	1,9	11,7		1,5	5,7	7,1	3,4
-2,5	0,6	0,9		2,4	-2,3	2,1	0,5
-0,6	0,1	0,0		0,4	-0,1	0,1	0,0
0,8	-0,3	0,6		-0,4	-0,1	0,8	0,1
<b>ROYAUME-UNI (5,6 %)</b>							
2,2	2,1	2,9		1,1	1,8	1,3	1,1
8,1	7,6	9,2		2,0	6,7	4,0	3,9
3,3	4,0	3,0		2,5	1,7	1,2	1,3
1,0	4,4	2,1		2,0	1,8	0,4	1,2
9,9	5,2	5,0		0,9	2,3	2,4	3,4
2,0	3,1	8,5		1,5	4,3	5,1	3,3
4,1	4,3	3,3		2,1	1,9	1,3	1,7
0,0	-0,7	0,4		-0,8	0,9	0,0	-0,2
-2,1	-1,6	-0,7		-0,2	-1,1	0,2	-0,4

■ Prévission

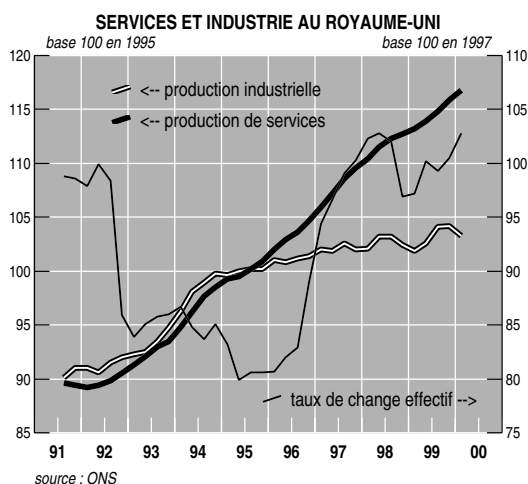
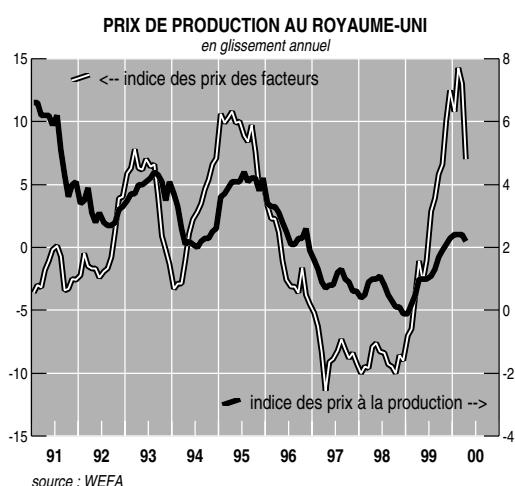
(1) Variation entre le dernier trimestre du semestre considéré et le dernier trimestre du semestre précédent.

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

Source : Direction de la prévision

tensions : les prix de production voient leur progression s'infléchir quelque peu depuis le mois de mars, alors que coûts unitaires et salaires nominaux ont cessé d'accélérer depuis février. Le glissement annuel des prix à la consommation se tasse fortement et passe de 1,1% en janvier à 0,4% en avril. De surcroît, la hausse des prix de l'immobilier qui avait marqué l'année 1999 semble arrivée à son terme ; dans ces conditions, l'effet richesse qui avait largement nourri le dynamisme de la consommation privée au second semestre de 2000 pourrait cesser d'alimenter la baisse du taux d'épargne. Le brutal ralentissement de l'investissement au premier trimestre (de 1,6 à 0,2% en taux de croissance trimestriel) traduit surtout un accident statistique, mais pourrait aussi refléter le tassement de l'optimisme des entrepreneurs britanniques depuis le début de l'année.

Ce mouvement de resserrement monétaire devrait se poursuivre si le dynamisme de la demande intérieure ne s'infléchit pas. La politique budgétaire pour l'année fiscale 2000/2001 ne devrait d'ailleurs pas faciliter la tâche des autorités monétaires. L'essentiel du surplus fiscal dû au surcroît de croissance doit en



effet se traduire par des dépenses publiques supplémentaires correspondant à l'injection de 0.8 point de PIB dans l'économie à l'horizon de la prévision.

Les marges de manœuvre de la Banque d'Angleterre sont néanmoins limitées par les faibles performances de l'industrie, dont la compétitivité est handicapée par le fort niveau de la livre. Le taux de change effectif de la monnaie britannique retrouve en effet, au premier trimestre de 2000, son niveau observé juste avant la crise asiatique (troisième trimestre de 1998), qui constituait le record de la décennie 1990. Malgré le mouvement de dépréciation amorcé depuis le début du mois de mai, celui-ci demeure à un niveau élevé, en partie soutenu par le resserrement monétaire entrepris à l'automne 1999. Dans ce contexte, l'industrie, secteur exposé, pâtit le plus de la force de la livre ; les bons chiffres d'exportations manufacturières au premier trimestre de 2000 doivent donc être avant tout interprétés comme une correction du trimestre précédent. Depuis le premier trimestre de 1996, début du mouvement d'appréciation de la livre, la production industrielle a crû d'à peine 3%, alors que les services ont gagné presque 17%.

### Japon : vers une lente reprise d'école ?

La croissance du PIB s'est établie à 10% en rythme annualisé au premier trimestre de 2000, mais ne devrait pas dépasser 1,5% sur l'année. Même si cette estimation reste soumise aux incertitudes qui caractérisent aujourd'hui les comptes japonais, l'économie semble s'échapper de la déflation en s'appuyant sur la dynamique de ses exportations. La sortie de récession pourrait donc se faire de manière classique : reprise dans l'industrie, rebond de l'emploi, puis décollage de la demande intérieure. Néanmoins, des facteurs plus structurels (restructurations, déséquilibres financiers) obèrent toujours le potentiel de croissance de l'économie japonaise, si bien que le mouvement de reprise serait très progressif.

La reprise dans l'industrie semble désormais bien enclenchée. L'indice de la production industrielle progresse de près de 5% au mois de mars par rapport à mars 1999. Traduisant l'orientation de la conjoncture, le moral des chefs d'entreprise est meilleur : les soldes d'opinion de l'enquête TANKAN réalisée par la banque du Japon poursuivent la hausse amorcée au début de 1999.

Cependant, cette reprise s'appuie essentiellement sur le dynamisme de l'environnement extérieur, en particulier sur la vigoureuse reprise dans les pays d'Asie en crise. Au mois de mars, les commandes d'équipement à l'exportation croissent de plus de 30% en glissement annuel, alors qu'au même moment les commandes domestiques se réduisent de 4,6%. Par voie de conséquence, seul le secteur exposé bénéficie de la reprise. Le glissement annuel de la production dans le secteur tertiaire plafonne à 2,5% depuis la mi-1999, sans afficher la moindre accélération. Dans

le commerce de détail, les ventes diminuent au mois d'avril de 3,5%, en régression pour le 37ème mois consécutif.

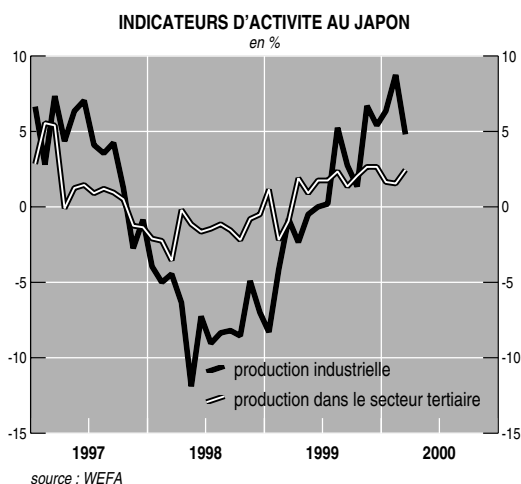
La maigre performance du secteur tertiaire traduit la faiblesse de la demande intérieure. Celle-ci ne semble toujours pas prendre franchement le relais des exportations pour sortir le Japon de la récession. Malgré la bonne orientation de la conjoncture dans l'industrie, la résorption des excès de capacité de production continue de peser sur l'investissement des entreprises. Les encours de crédit aux entreprises privées continuent de baisser (ils régressent de 1,5% en mars par rapport au mois de mars de l'année précédente), traduisant l'hésitation des entreprises à s'engager dans des projets d'investissement, et la raréfaction de l'offre de crédit de la part d'un secteur bancaire en pleine restructuration. L'investissement logement est déprimé, et ne devrait son relatif dynamisme qu'aux aides publiques. Cette situation ne devrait pas s'améliorer rapidement d'autant plus que la banque du Japon pourrait abandonner la politique de très bas taux d'intérêt amorcée au début de 1999.

C'est donc toujours sur la reprise de la consommation que repose la sortie de crise du Japon. Ses déterminants sont actuellement plutôt mal orientés, même s'ils cessent de se dégrader. Les salaires, toujours en repli, s'établissent au quatrième trimestre de 1999 environ 1% en deçà de leur niveau de l'année précédente. L'emploi continue de décroître, et s'établit en avril à un niveau inférieur à celui de 1995. Ainsi, la faiblesse du revenu disponible, combinée à une forte incertitude sur le marché du travail (le taux de chômage, à 4,8% a augmenté d'un point et demi depuis la crise asiatique) se traduisent par une consommation atone. Les dépenses de consommation des ménages sont notamment en repli de 4,6% au mois de mars en glissement annuel.

Dans ce contexte, le Japon ne sort que très lentement de la spirale déflationniste : en avril, les prix à la consommation poursuivent leur recul, entamé à l'automne 1999. Le manque de dynamisme de la demande intérieure bride toujours la reprise.

### Dynamisme des pays émergents

Dans de nombreux pays d'Asie, la demande intérieure semble avoir pris le relais des exportations à l'hiver, plus vigoureusement qu'attendu. Simultanément, les dépréciations de change qui datent de la crise n'ont pas encore été effacées et continuent de soutenir les exportations. En Corée par exemple, la croissance du PIB pourrait s'établir aux alentours de 9% en 2000, après 10,5 % l'an passé. A l'opposé, en Indonésie, la reprise continue de se faire attendre.



### PIB D'AUTRES RÉGIONS DU MONDE

(variations annuelles en %)

	Moyennes annuelles		
	1998	1999	2000
<b>EUROPE DE L'EST</b>	-1,6	3,0	4,5
Russie	-4,9	3,2	5,0
Europe centrale et orientale	3,0	2,9	3,9
<b>ASIE EN CRISE <sup>(1)</sup></b>	-6,6	4,8	6,0
<b>AMÉRIQUE LATINE <sup>(2)</sup></b>	2,1	0,4	3,9

■ Préviation

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

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

Source : Direction de la Préviation

L'Amérique latine est parvenue à effacer la crise brésilienne et devrait croître en 2000 de près de 4%, après une quasi-stagnation l'année passée. L'activité devrait donc y être plus dynamique que nous ne l'avions anticipé, notamment au Brésil. Certains déséquilibres de parité pourraient néanmoins apparaître peu soutenables en cas de baisse du dollar.

Les économies d'Europe de l'Est commencent à ressentir les effets des resserrements monétaires entrepris dès l'automne de 1999. En Pologne, où la consommation donne des signes de ralentissement au premier trimestre, la croissance devrait s'établir aux alentours de 5% en 2000. L'économie hongroise bénéficie du dynamisme de son secteur manufacturier et bondit de 6,8% au premier trimestre de 2000 (en glissement annuel). Le retard pris dans les restructurations continuerait de peser beaucoup sur l'activité en Slovaquie et en République Tchèque, qui ne croîtraient que d'environ 1% sur l'année. ■



# Conjoncture dans la zone euro

Les perspectives d'activité dans la zone euro restent toujours très favorables. L'environnement international est en effet très porteur; les conditions de change favorisent la compétitivité des exportations, le policy mix prend un tour plutôt expansionniste grâce aux baisses d'impôts programmées dans plusieurs pays et les anticipations des entrepreneurs comme des ménages se sont stabilisées au plus haut. La croissance s'installerait ainsi sur le rythme atteint en fin d'année 1999, à plus de 3,5%. En moyenne annuelle, la zone euro croîtrait donc de 3,3% en 2000.

La demande intérieure constitue le moteur principal de l'expansion, tandis que le commerce extérieur, exceptionnel au deuxième semestre de 1999, prend une orientation plus neutre. L'investissement reste très soutenu, et la consommation privée, affaiblie en début d'année par le repli enregistré en Allemagne, se redresserait courant 2000. Dans ce contexte, le taux de chômage s'établirait sensiblement sous la barre des 9% à la fin de l'année.

Les disparités entre les conjonctures nationales sont essentiellement liées à la situation des consommateurs. Ainsi, en Allemagne, la consommation privée continue de progresser à un rythme inférieur à ceux enregistrés dans le reste de la zone euro en raison du manque de dynamisme du revenu des ménages. En Italie, les résultats exceptionnels du premier trimestre de 2000 devront être confirmés : le fort rebond de la consommation ne doit certainement pas occulter la faiblesse persistante des indicateurs de confiance et de revenu des ménages. Les éléments d'un redressement rapide semblent réunis en Allemagne.

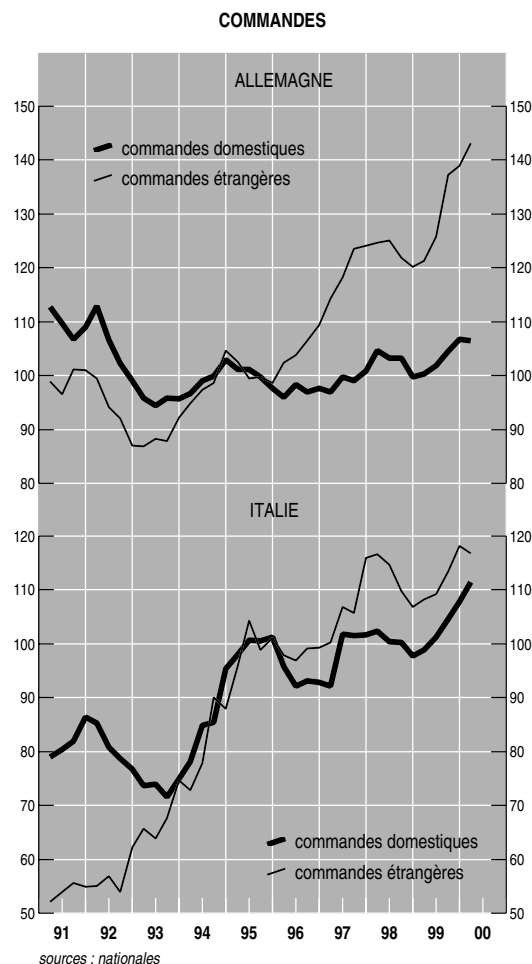
Au premier trimestre de 2000, la croissance de +0,7% s'est établie en deçà de ce qui était attendu. Elle pourrait être légèrement révisée à la hausse de l'ordre de 0,1 à 0,2 point pour la deuxième estimation publiée par Eurostat, qui intégrera les résultats des comptes italiens et espagnols.

La consommation privée est un peu moins dynamique qu'anticipé, sous le coup des médiocres résultats enregistrés en Allemagne, partiellement compensés par la forte accélération italienne. En revanche, l'investissement est particulièrement dynamique, dans un contexte de poursuite de l'amélioration de la confiance des industriels. D'autre part, l'environnement international est plus porteur qu'anticipé, du fait du dynamisme persistant de l'économie améri-

caine, d'une reprise plus rapide dans les pays émergents, et de la dépréciation de l'euro intervenue depuis le début de l'année.

## Maturation du cycle industriel

La **conjoncture industrielle** s'est stabilisée à un haut niveau. L'indice de la production industrielle hors construction est sur une pente de 6% en rythme annualisé depuis l'automne 1999. Au premier trimestre de 2000, ce rythme s'est infléchi à environ 4,5%. Cela traduit davantage un comportement de précaution des industriels au tournant du millénaire qu'un réel infléchissement de tendance (voir encadré). La





confiance des chefs d'entreprise, située à des niveaux très élevés, a en effet continué de s'améliorer. Dans les enquêtes de conjoncture dans l'industrie manufacturière, la tendance de la production passée est restée très dynamique et les perspectives de production sont en hausse, à un rythme toutefois plus modeste depuis l'hiver. La stabilisation des carnets de commandes et de l'opinion sur la production passée au mois de mai indiquent la fin de l'accélération.

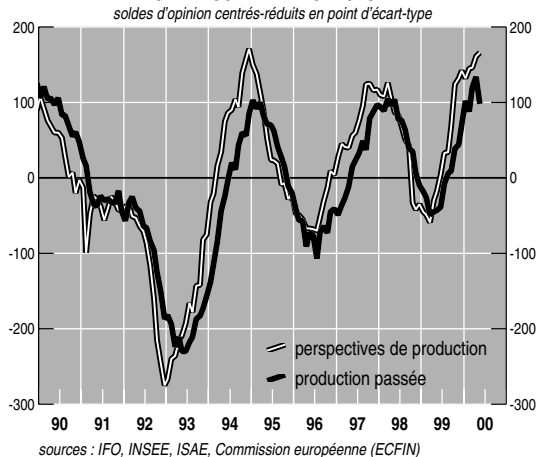
La production industrielle s'installerait ainsi au cours de l'année 2000 sur un rythme de croissance toujours soutenu, de l'ordre de 5%. La vigueur de la croissance mondiale et les conditions de change soutiennent en effet les exportations. La demande des entreprises est très vigoureuse, avec le besoin de reconstitution des capacités de production et une probable contribution positive du comportement de stockage.

### Investissement très vigoureux

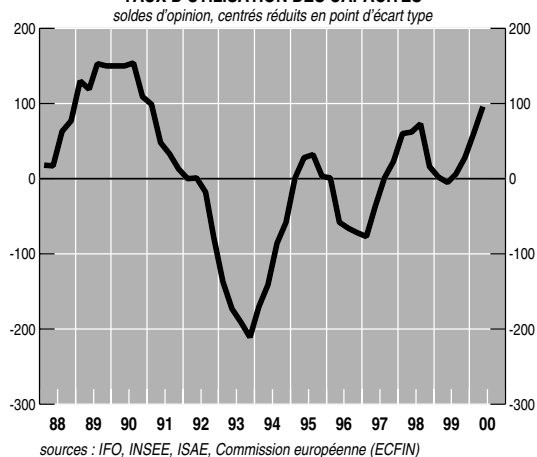
En 1999, la confiance des industriels, une politique monétaire accommodante et surtout la bonne orientation de la demande, ont été favorables à l'investissement. En 2000, le coût de l'investissement pourrait légèrement s'accroître sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt, mais l'accélération de la demande continuerait de soutenir les investissements. Les enquêtes de conjoncture montrent que les industriels jugent les capacités de production largement insuffisantes, leur taux d'utilisation se situant désormais à un niveau élevé. De plus, le besoin d'adaptation des entreprises aux nouvelles technologies nécessite des efforts d'investissement supplémentaires. Au total, **l'investissement productif** resterait donc très dynamique tout au long de 2000. Dans certains pays, des mesures spécifiques devraient également contribuer à sa vigueur. Ainsi, en Allemagne, un durcissement des règles d'amortissement à partir de 2001 incitera les entreprises à avancer leurs investissements en équipement. En Italie, l'investissement devrait bénéficier tout au long de 2000 des déductions fiscales valables jusqu'en mars 2001 sur les profits réinvestis.

**L'investissement en construction**, en revanche, ne devrait que peu s'améliorer. Des disparités nationales fortes caractérisent ce secteur peu exposé aux influences étrangères. En Italie, le Jubilé, ainsi que certaines mesures fiscales (baisse de la TVA sur les constructions résidentielles, ...), devraient finir par favoriser sensiblement la construction, après les médiocres résultats du début de 2000. En Allemagne, ce secteur pâtit toujours des surcapacités liées au dynamisme qui avait caractérisé la construction dans les nouveaux Länder après la réunification, du fait des importants avantages fiscaux consentis à l'époque. Le secteur de la construction pourrait sortir de la récession en 2000, sous l'effet d'une reprise à l'Ouest, mais le redressement devrait rester très limi-

TENDANCE DE LA PRODUCTION DANS LA ZONE EURO  
DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIERE



TAUX D'UTILISATION DES CAPACITES



té. En Espagne, l'investissement en construction avait très fortement progressé en 1999. Cette progression devrait sensiblement ralentir en 2000.

Au total, dans l'ensemble de la zone, **l'investissement** soutiendrait fortement la croissance en 2000. Il continuerait son expansion sur une pente de l'ordre de 6% en rythme annualisé.

### Dynamisme des marchés du travail

En 1999, de fortes créations d'emplois ont permis une baisse substantielle du taux de chômage dans la zone euro (près d'un point entre décembre 1998 et décembre 1999). Pratiquement stable dans l'industrie, l'emploi s'est fortement développé dans les services, et plus modestement dans la construction. Ces secteurs intensifs en main-d'oeuvre ont largement fait appel au travail à temps partiel et aux

## Un repli temporaire de l'activité industrielle au tournant de 1999 et 2000

Les chiffres de croissance du premier trimestre ont été inférieurs aux prévisions, notamment pour la production industrielle. Cette faiblesse semble résulter d'un comportement de précaution au tournant du millénaire. Elle ne marque pas réellement d'infléchissement de la tendance de la production industrielle qui reste proche de 5%.

En France, en Allemagne, en Italie et en Espagne, l'indice de la production industrielle dans l'industrie manufacturière a baissé au mois de janvier, puis s'est redressé au mois de février.

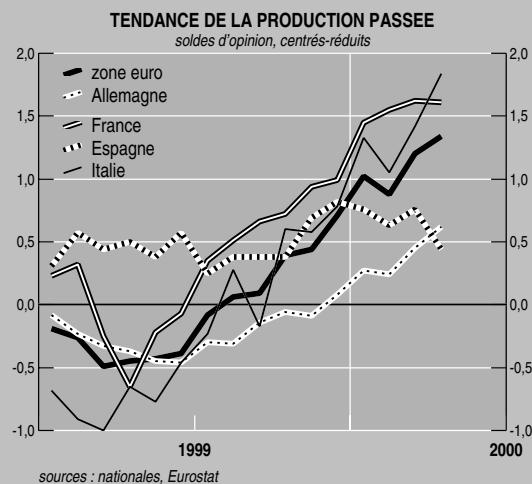
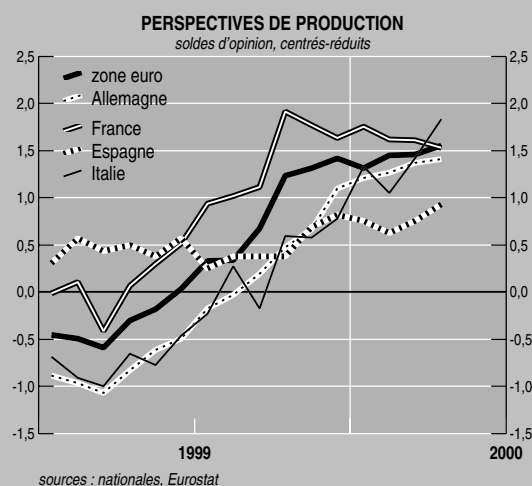
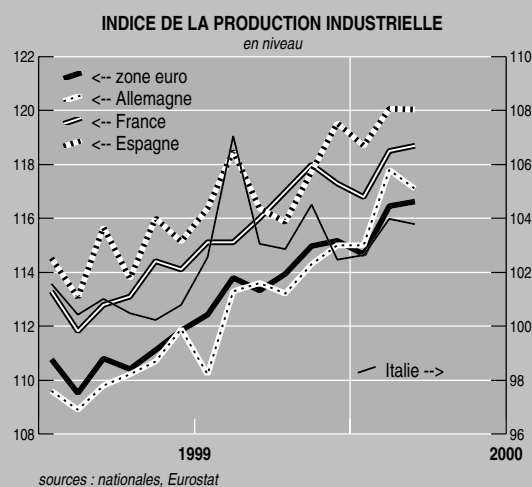
Ce profil commun conduit à rechercher des causes communes à l'Europe et à laisser au second plan des explications strictement nationales, comme en France d'éventuelles perturbations transitoires associées à la généralisation de la réduction du temps de travail, ou des événements qui n'auraient touché que certains de ces pays, comme les tempêtes de décembre.

Dans les enquêtes de conjoncture, les soldes sur les perspectives de production ne marquent pas un tel infléchissement même si les soldes d'opinion sur la production passée du mois de février semblent confirmer le léger repli de la production en janvier, à l'exception notable de la France. A priori, quatre pistes peuvent être explorées pour expliquer cette divergence entre l'IPI et les anticipations des chefs d'entreprise.

- Des difficultés statistiques propres aux IPI ont affecté les résultats de janvier. Du fait de la structure très spéciale des jours ouvrables, leur correction a été particulièrement délicate au début de 2000.
- La couverture de ces deux indicateurs diffère, l'échantillon utilisé pour élaborer l'IPI incluant davantage de petites entreprises que celui des enquêtes.
- Les entrepreneurs ont été surpris par la baisse de leur production en janvier.
- L'événement à l'origine de la baisse de l'IPI était prévu par les entrepreneurs mais n'a pas influencé leur réponse.

Un examen détaillé laisse à penser que les deux premières pistes, propres à l'IPI, ne permettent pas d'expliquer la totalité du phénomène.

On est conduit à supposer que les précautions des entreprises à l'occasion du passage à l'an 2000 ont probablement freiné la production à la charnière des deux années sans que les industriels aient jugé nécessaire de les prendre en compte dans leurs anticipations conjoncturelles. ■



# PRÉVISIONS POUR LA ZONE EURO

(variations annuelles et trimestrielles en %)

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

Prévision

(1) Les chiffres du 1<sup>er</sup> trimestre de 2000 correspondent à une estimation réalisée à partir des comptes nationaux déjà publiés. Ils diffèrent donc de la première estimation publiée par Eurostat, qui n'intégrait pas les résultats italiens et espagnols.

Source : Insee

contrats temporaires. En 2000, les créations d'emplois devraient se poursuivre à un rythme soutenu. Au mois d'avril, le taux de chômage s'établit à 9,2%, et il pourrait continuer de baisser sur la pente observée depuis l'automne 1997, perdant un peu plus de 0,2 point par trimestre. A ce rythme, le taux de chômage de la zone euro s'établirait sensiblement au-dessous de la barre des 9% avant la fin de l'année.

Les marchés du travail nationaux demeurent néanmoins hétérogènes. Ainsi, si la baisse du taux de chômage s'observe dans tous les pays, elle s'opère à des rythmes différents et les niveaux atteints sont loin

d'être comparables d'un pays à l'autre. En Allemagne, la croissance peinait en 1999 à permettre des créations d'emplois, du fait notamment d'un secteur de la construction toujours sinistré. L'emploi n'a progressé que de +0,3% pour l'ensemble de l'économie. En 2000, dans un contexte d'accélération de l'activité, les créations d'emplois seraient soutenues par la sortie de crise du secteur du bâtiment, et par des accords salariaux plus modérés que l'an passé. Par ailleurs, la baisse du taux de chômage sera facilitée à court terme par la diminution de la population active (-0,2% en 2000), du fait de facteurs démographiques. A l'inverse, en Italie, les créations

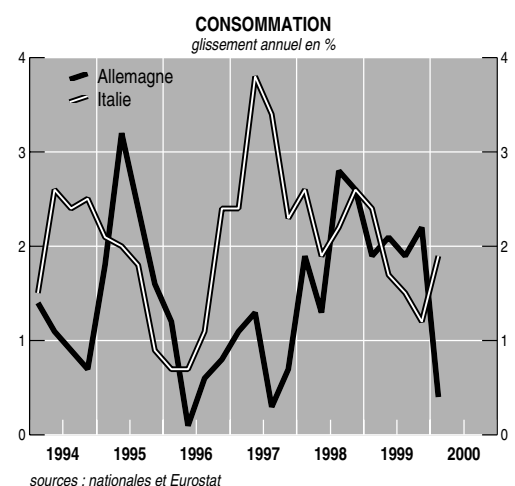
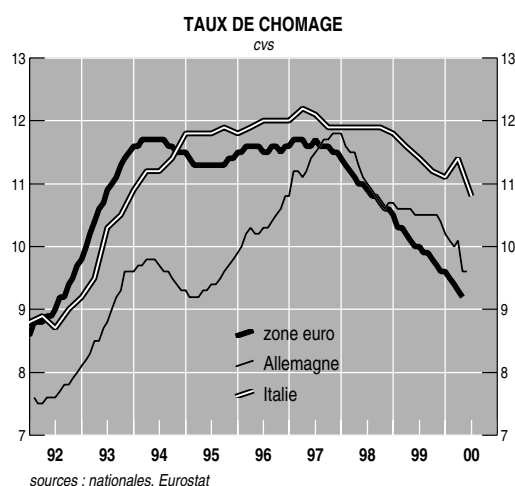
d'emplois ont été plutôt dynamiques en 1999, alors que l'activité italienne restait encore peu vigoureuse. Les 250 000 emplois créés correspondaient dans leur très grande majorité à des emplois à temps partiel et à des contrats à durée déterminée. Les créations d'emplois ont stagné au premier trimestre, peut-être en lien avec la fin des effets favorables des mesures encourageant la flexibilisation du marché du travail. Elles redémarreraient à partir du second trimestre, à un rythme comparable à celui de 1999, soutenues par le rebond de la croissance et la baisse du coût réel du travail. En Espagne, une croissance forte et riche en emplois a permis de très importantes créations d'emplois en 1999. Le taux de chômage a ainsi sensiblement baissé, même s'il reste le plus élevé de la zone euro (15,0% au premier trimestre). Cette baisse se poursuivrait en 2000, encouragée par des réformes fiscales (exonération de certaines cotisations sociales).

### Consommation soutenue par les revenus d'activité et les baisses d'impôts

La **consommation**, peu dynamique au premier semestre de 1999, avait sensiblement accéléré en seconde partie d'année à la faveur de la reprise ainsi que des baisses d'impôts. Elle resterait dynamique en 2000, s'établissant sur un rythme annualisé de +3%.

Le revenu disponible des ménages est en effet à nouveau soutenu par de vigoureuses créations d'emplois et par la baisse de la pression fiscale sur les ménages dans la plupart des pays. Leur pouvoir d'achat sera également favorisé par la stabilisation de l'inflation, à partir de l'été. La poursuite de la décreue du taux de chômage contribue en outre à l'amélioration de la confiance des consommateurs. En hausse continue depuis la mi-1999, elle s'établit au mois de mai 2000 à un niveau record. Ceci a favorisé une baisse du taux d'épargne tout au long de l'année 1999, qui ne devrait pas être démentie cette année.

Ce climat propice à la consommation de l'ensemble de la zone euro reste toujours moins favorable en Allemagne et, en dépit des bons résultats du début d'année, en Italie. En Allemagne, la faiblesse de l'emploi n'a pas permis en 1999 un redémarrage de la consommation malgré des hausses salariales substantielles. La confiance des ménages s'améliore peu et plus tardivement que dans le reste de la zone. Au premier trimestre, la consommation s'est ainsi sensiblement repliée (-0,6% en variation trimestrielle). Ce recul très marqué peut s'expliquer en partie par la stagnation du revenu des ménages mais aussi par le fait que Pâques était cette année tard en avril. Par la suite, la consommation devrait enregistrer une forte correction à la hausse au printemps, puis continuerait de croître à un rythme proche de celui de la zone euro. L'accélération des créations d'emplois et



une politique fiscale globalement plus favorable soutiendraient cette reprise dans un contexte de confiance des ménages élevée.

Les comptes nationaux italiens témoignent d'un très fort rebond de la consommation privée (+1,3%) au début de 2000. Toutefois, ce chiffre inattendu n'est pas corrigé des jours ouvrables. Il doit donc être considéré avec précaution. Les indicateurs traditionnels de la consommation privée pointent toujours vers une certaine atonie de la consommation : la confiance des ménages n'enregistre que très récemment une légère amélioration et les ventes de détail se replient au premier trimestre, malgré une amélioration progressive de l'environnement économique et fiscal des ménages, pour la première fois depuis 1997. Également, l'inflation reste élevée en regard du reste de la zone, si bien qu'elle vient annuler la faible progression des salaires nominaux, alors que les créations d'emplois apparaissent atones au premier trimestre.

Un redémarrage des créations d'emplois après l'atonie du premier trimestre semble se dessiner. Sa poursuite, conjuguée à une baisse progressive du taux d'épargne pourrait dans la deuxième moitié de l'année venir peu à peu soutenir la consommation privée italienne. Celle-ci progresserait ainsi d'environ 2% en 2000.

## Les gains de compétitivité soutiennent les échanges extérieurs

La demande mondiale adressée à la zone euro ralentirait tout au long de l'année 2000. La légère inflexion de la croissance américaine au printemps serait le prélude d'une phase de dynamisme moins

exceptionnel. Le net ralentissement du Royaume-Uni et l'arrivée à terme du processus de sortie de crise dans certains pays émergents viendraient également tempérer la vigueur de la demande mondiale adressée à la zone euro. Toutefois, les exportations de la zone euro continueraient de bénéficier des gains de compétitivité liés à la dépréciation de l'euro. Le taux de change effectif réel a baissé tout au long de l'année 1999 et au début de l'année 2000 (en avril 2000, son glissement annuel s'établit à -10%). Les effets retardés de cette dépréciation compenseraient en grande partie le ralentissement de la demande mondiale. De fait, les industriels font état d'un accroissement continu de leurs carnets de commandes étrangers. Toutefois, dans certains pays, ils n'anticipent plus d'amélioration de la demande étrangère au deuxième trimestre de 2000. En Allemagne, en Espagne et aux

### Quelques indicateurs conjoncturels de la consommation dans la zone euro

Le suivi conjoncturel de la consommation de la zone euro peut être effectué à partir de plusieurs agrégats. À côté de l'estimation de la consommation issue des comptes nationaux trimestriels, on dispose d'un certain nombre d'indicateurs quantitatifs (ventes de détail et immatriculations automobiles) ou qualitatifs (enquête de conjoncture dans le commerce de détail ou auprès des consommateurs). Ils indiquent une faiblesse de la consommation totale en début d'année et illustrent les importants écarts qui perdurent entre pays.

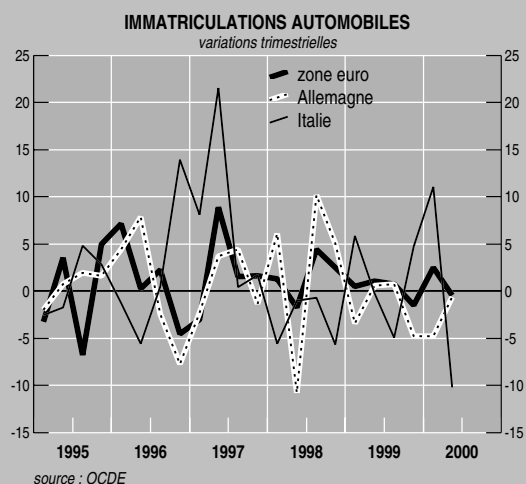
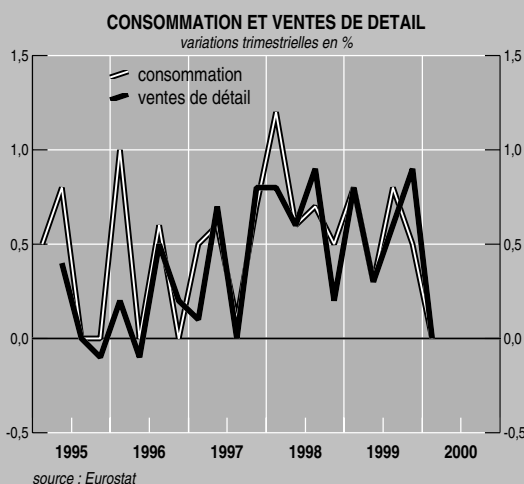
Au premier trimestre de 2000, les ventes de détail stagnent (+0,1%), en cohérence avec la consommation au sens des comptes trimestriels. L'indicateur "ventes de détail" dont on dispose correspond au chiffre d'affaires déflaté réalisé par les détaillants<sup>(1)</sup>. Le champ couvert représente 40% de la consommation des ménages. On constate une bonne corrélation entre cet indicateur et la

consommation mais le faible nombre de points dont on dispose (la série ne débute qu'en 1995) interdit encore son utilisation dans un étalonnage.

Un autre indicateur quantitatif concerne les immatriculations automobiles. L'achat de véhicules représente environ 5% de la consommation des ménages mais ce chiffre atteint 13% si l'on inclut l'entretien des véhicules. Au premier trimestre, les immatriculations d'automobiles ont faiblement progressé (+2,5%) tandis que l'acquis pour le deuxième trimestre<sup>(2)</sup> indique une stagnation.

Ces deux indicateurs, examinés pour chaque pays, illustrent bien les disparités qui subsistent entre les grands pays de la zone. Ainsi, au premier trimestre, les ventes de détail ont baissé légèrement en Italie (-0,4%) et fortement

(1) Les détaillants interrogés pour élaborer cet indicateur réalisent au total 70% du chiffre d'affaires du secteur ventes de détail.  
(2) On dispose à ce jour des données jusqu'au mois de mai.



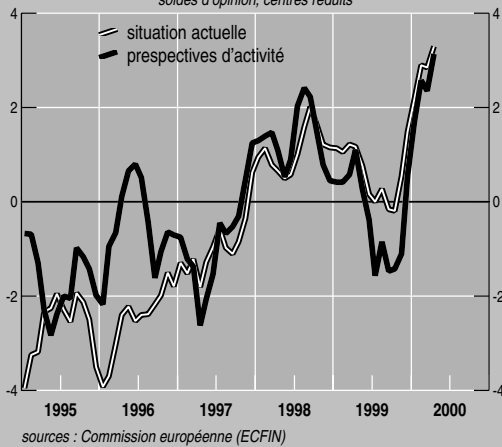
en Allemagne (-1,5%). Les immatriculations d'automobiles en Allemagne se sont fortement repliées en début d'année (-5%), mais se stabiliseraient au vu de l'acquis au deuxième trimestre. En Italie, après un premier trimestre particulièrement dynamique (+11%), les immatriculations se dégraderaient au printemps.

Les enquêtes de conjoncture fournissent également des indications utiles. Du côté de l'offre, les chefs d'entreprise du commerce de détail se montrent optimistes depuis l'été 1999, tant en ce qui concerne la situation présente que les perspectives d'activité. Des disparités nationales apparaissent à nouveau très clairement : l'Allemagne et

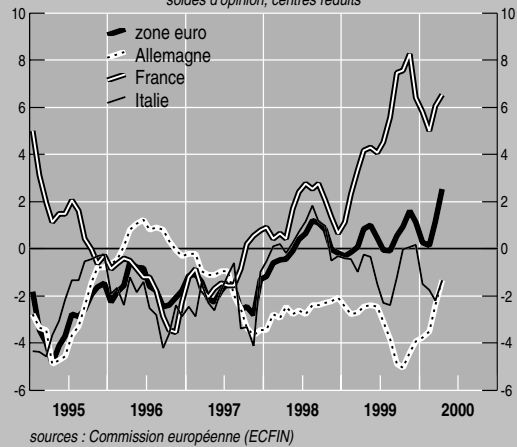
surtout l'Italie sont dans une conjoncture sensiblement moins favorable. Les intentions de commandes s'améliorent en Allemagne, mais restent en deçà du solde de la zone euro tandis qu'elles se dégradent en Italie.

Du côté de la demande, la confiance des consommateurs se situe à un niveau historiquement haut dans l'ensemble de la zone mais reste inférieure à la moyenne en Allemagne et surtout en Italie. Les intentions achats et, dans une moindre mesure les achats actuels de la zone euro se situent à de hauts niveaux. Ils se replient toutefois depuis quelques mois. ■

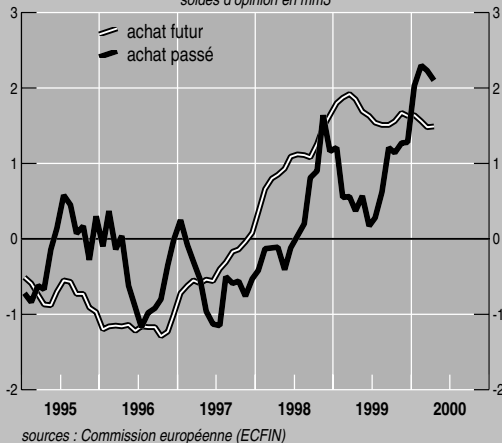
**ACTIVITE DANS LE COMMERCE DE DETAIL  
DANS LA ZONE EURO**  
soldes d'opinion, centrés réduits



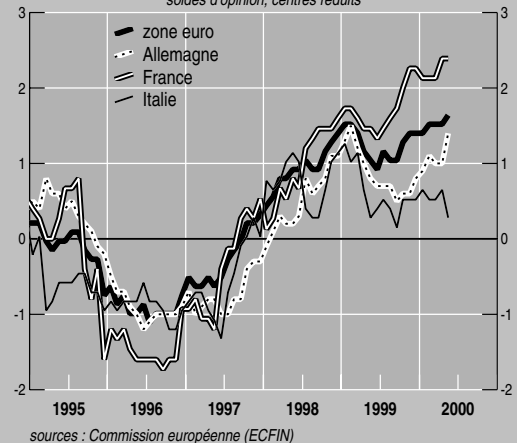
**INTENTIONS DE COMMANDES  
DANS LE COMMERCE DE DETAIL**  
soldes d'opinion, centrés réduits



**ACHAT DES CONSOMMATEURS DANS LA ZONE EURO**  
soldes d'opinion en mm3



**CONFIANCE DES CONSOMMATEURS**  
soldes d'opinion, centrés réduits





Pays-Bas, on n'observe pas encore cette inflexion. Très dynamiques au premier trimestre, les **exportations** progresseraient ensuite à un rythme annualisé de près de 10%. La poursuite d'une croissance très dynamique aux États-Unis ou au contraire un atterissage plus brutal qu'anticipé constituent toujours des aléas importants à ce scénario.

Enfin, en lien avec la demande intérieure, les **importations** accéléreraient cette année, malgré les effets retardés de la dépréciation de l'euro.

Pour l'ensemble de la zone, si le commerce extérieur a fortement soutenu la croissance sur le deuxième semestre de 1999, sa contribution serait très faible au premier semestre de 2000 et nulle en seconde partie d'année.

Au total, la croissance s'établirait à 3,3% en 2000 en moyenne annuelle après 2,4% en 1999. De fortes créations d'emplois et l'allègement de la pression fiscale favorisent ce mouvement. ■

## PIB DES PRINCIPAUX PAYS DE LA ZONE EURO

(variations annuelles et trimestrielles en %)

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

■ Prévision

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

Sources : Direction de la prévision et Comptes nationaux trimestriels



# Prix à la consommation au sein de la zone euro

Depuis son point bas de l'hiver 1998/1999, l'inflation au sein de la zone euro s'est significativement redressée : légèrement inférieur à 1% un an auparavant, le glissement annuel des prix s'établit depuis le début de l'année autour de 2%. Cette remontée à des niveaux proches de la limite retenue par la BCE a essentiellement résulté des effets mécaniques de la hausse des cours du Brent.

Pour sa part, l'inflation sous-jacente reste modérée aux environs de 1%. Elle se redresse quelque peu depuis le creux enregistré à l'automne 1999, sous l'effet de la diffusion des hausses de prix des matières premières et de la dépréciation de l'euro. En revanche, ni la reprise de l'activité ni la forte amélioration de la situation du marché du travail ne semblent occasionner actuellement de pressions inflationnistes significatives. Dans ce contexte, le glissement annuel pourrait se maintenir à des niveaux proches de 2% durant la majeure partie de l'année, voire le dépasser légèrement en raison du surcroît d'inflation importée. En décembre, il devrait reculer à 1,7% avec le dégonflement des effets du renchérissement du prix du pétrole.

## Des prix hors énergie encore modérés

En un an, l'inflation dans la zone euro s'est redressée de 0,8 point, passant de +1,0% en mai 1999 à +1,9% en mai 2000. Cette progression sensible est principalement due à la hausse des prix énergétiques.

La hausse des cours du Brent s'est traduite par une vive remontée des prix à la consommation du fioul et des carburants. Le glissement annuel des prix du poste logement-eau-gaz-électricité a enregistré une hausse de 2,3 points, et celui des transports<sup>(1)</sup> progresse de 3,8 points au cours des douze derniers mois. Le glissement annuel des prix de l'indice hors énergie est, pour sa part, resté à un niveau modéré, aux environs de +1% depuis un an.

Les prix à la consommation des produits manufacturés n'enregistrent pas d'accélération marquée. Le glissement annuel des prix des "biens industriels hors énergie" est resté voisin de +0,6% depuis plus d'un an. Pour les services, les revalorisations salariales plus importantes consenties dès la fin de 1998 semblent avoir entraîné une légère remontée du glissement annuel des prix des services. Enfin, le mouvement général de baisse des tarifs se poursuit dans les communications (-1,4% en variation mensuelle en avril dernier).

Au total, l'inflation sous-jacente<sup>(2)</sup>, après le creux enregistré à l'automne dernier, se redresse légèrement à un peu plus de +1,0%, toujours en deçà des niveaux auxquels elle s'était établie en 1998 et au début de 1999.

(1) Les prix du fioul sont inclus dans ceux du regroupement logement-eau-gaz-électricité, tandis que les prix des carburants sont regroupés dans ceux des transports.

(2) Mesurée pour la zone euro comme le glissement annuel des prix de l'indice "ensemble hors énergie et alimentation".

## INFLATION DE LA ZONE EURO

Secteurs (poids dans l'indice)	(glissement annuel de l'IPCH, en %)				
	mai 1999	avril 2000	mai 2000	juin 2000	décembre 2000
<b>Ensemble (100,0%)</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>
Produits alimentaires (16,7%)	0,3	0,2	0,4	0,5	0,2
Boissons alcoolisées et tabac (4,2%)	1,9	2,3	2,3	2,5	1,5
Habillement-chaussures (8,0%)	1,1	0,9	0,8	0,6	0,8
Logement-eau-gaz-électricité (15,8%)	1,2	3,0	3,5	3,4	3,4
Ameublement et articles d'entretien (8,1%)	1,0	0,9	0,9	0,8	0,9
Santé (3,2%)	2,6	2,1	2,0	2,1	2,3
Transports (15,6%)	1,3	4,9	5,1	4,6	2,2
Communications (2,3%)	-3,7	-5,1	-5,0	-6,4	-4,5
Loisirs et culture (9,7%)	0,2	1,0	0,3	0,3	0,4
Enseignement (0,9%)	2,7	2,4	2,4	2,5	1,3
Hôtels-cafés-restaurants (8,5%)	2,2	2,5	2,5	2,4	1,9
Autres biens et services (7,0%)	1,5	2,0	2,0	2,0	2,1
<b>Inflation sous-jacente</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>

■ Préviation

Source : Eurostat, prévisions Insee

## Maintien de disparités nationales

La hausse des prix du pétrole et la dépréciation de l'euro occasionnent une remontée généralisée de l'inflation dans tous les pays. En conséquence, en mai, l'inflation était supérieure à +2% dans huit pays de la zone euro (dont l'Espagne et l'Italie).

A +5,1%, l'inflation en Irlande est la plus élevée de la zone euro, notamment en raison de la dépréciation de l'euro face à la livre sterling. En revanche, l'inflation est la plus basse en Allemagne, en Autriche et en France (en deçà de 2%). L'écart maximal d'inflation entre les pays de l'Eurolande s'est sensiblement accru ces derniers mois, il était de 3,6 points en mai 2000, contre 1,9 point un an auparavant. Cet accroissement de l'écart tient uniquement à l'Irlande : ce pays mis à part, l'écart demeure proche de 2 points depuis la mi-1999.

## Atténuation de l'inflation importée

Avec le retour progressif du cours du baril de Brent à 25 \$ et l'arrêt de la dépréciation de l'euro, l'inflation devrait s'infléchir en fin d'année. Dans ce contexte, l'inflation dans la zone euro atteindrait +2,1% en juin pour revenir à +1,7% en décembre, contre respectivement +1,8% et +1,3% en France (IPCH). L'écart d'inflation entre la France et la zone euro resterait proche d'un demi-point, l'effet de la baisse du taux normal de TVA en France compensant une évolution des prix alimentaires moins favorable en 2000 qu'en 1999.

L'inflation sous-jacente remonterait principalement sous l'effet de la dépréciation de l'euro et la vigueur de l'activité. Le recul supplémentaire de 2,5% du taux de change effectif de l'euro depuis le début de l'année pourrait ainsi contribuer pour 0,2 point à la remontée de l'inflation. L'inflation sous-jacente passerait de +1,1% en mai dernier à près de +1,6% en fin d'année.

## Les tensions restent modérées à court terme

En lien avec la reprise cyclique, les taux d'utilisation des capacités de production remontent nettement depuis le troisième trimestre de 1999 sans pour autant atteindre les maxima de 1990. La vigueur de la demande prévue pour 2000 devrait continuer d'alimenter cette progression. Allié à l'inflation importée, ce mouvement entraîne une hausse des perspectives de prix relevées chez les industriels de la zone euro.

Toutefois, les salaires enregistrent des évolutions toujours très modérées, et l'augmentation des prix des produits manufacturés semble être pour l'heure limitée par les importants gains de productivité enregistrés dans l'industrie à ce point du cycle conjoncturel. ■

## INFLATION DE LA ZONE EURO PAR PAYS

(glissement annuel de l'IPCH, en %)

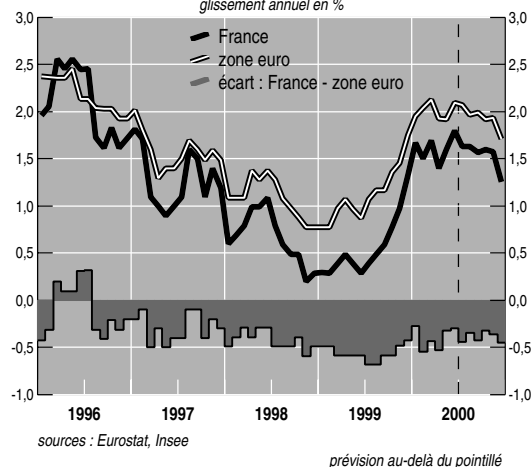
	mai 1999	avril 2000	mai 2000
France	0,4	1,4	1,6
Allemagne	0,4	1,6	1,5
Italie	1,5	2,4	2,5
Espagne	2,1	3,0	3,2
Pays-Bas	2,1	1,7	2,1
Belgique	0,8	2,3	2,4
Autriche	0,4	1,8	1,6
Finlande	1,4	2,5	2,7
Portugal	2,1	1,9	2,4
Irlande	2,3	5,0	5,1
Luxembourg	1,3	3,2	2,9
<b>Zone euro</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9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

Source : Eurostat

## INDICE DES PRIX A LA CONSOMMATION HARMONISE

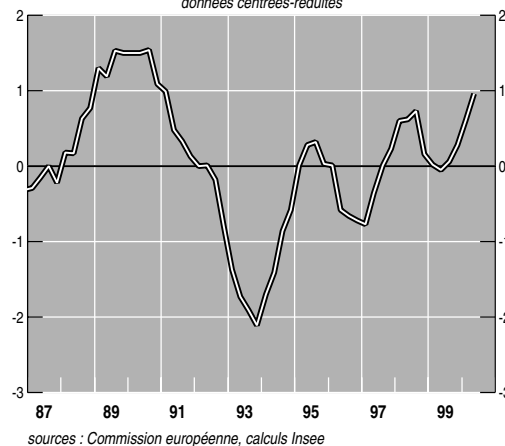
France et zone euro

glissement annuel en %



## TAUX D'UTILISATION DES CAPACITES ZONE EURO

données centrées-réduites



# Pétrole et matières premières

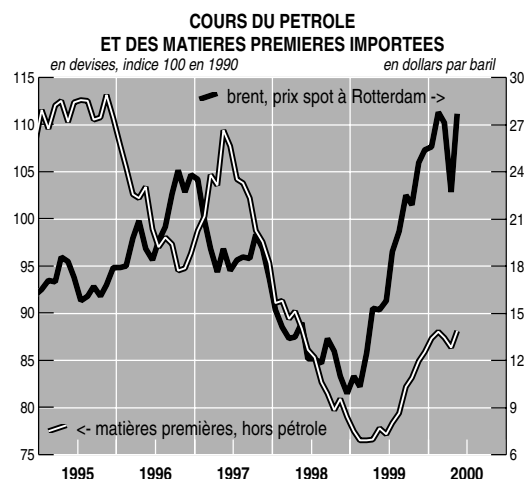
Le prix du pétrole ne se détend pas, en dépit de l'accord d'augmentation de la production conclu par l'OPEP en mars dernier. Après une chute en moyenne mensuelle de 27 \$ à 22 \$ de mars à avril, le cours du baril s'est redressé pour s'établir au-delà de 30 \$. L'augmentation des livraisons des pays producteurs a donc été insuffisante pour servir une demande vigoureuse, dans un contexte de reprise mondiale plus rapide que prévu. L'OPEP a introduit un mécanisme d'ajustement de sa production afin de maintenir le prix dans une fourchette de 22 \$ à 28 \$ le baril pour le panier de référence avec augmentation automatique de l'offre quand le prix dépasse 28 \$. La réunion de juin a ainsi débouché sur une nouvelle hausse de la production. Si le mécanisme remplit son office, le prix du baril de Brent devrait donc se détendre vers 25 \$ d'ici la fin de l'année.

Le prix des matières premières industrielles continuerait de s'accroître au second semestre. La vigueur de la demande mondiale soutiendrait sa progression mais des extensions de capacité et la croissance des rendements auraient un effet modérateur sur la hausse du prix des matières minérales. Le prix des matières alimentaires devrait pour sa part rester stable.

## Une hypothèse de correction à la baisse des prix du pétrole au second semestre

Après une très forte remontée depuis avril 1999, les prix du pétrole ont commencé de diminuer dans le courant du mois de mars 2000, période à laquelle les pays de l'OPEP ont décidé de réaugmenter leur production. Le cours du baril est ainsi passé d'environ 27 \$ le baril au mois de mars à 22 \$ au mois d'avril.

La nouvelle hausse des prix du Brent à partir du mois de mai a mis à l'épreuve l'OPEP. Cette dernière a en effet décidé d'augmenter ou de réduire de 500 mb/j



sa production si les prix d'un panier de référence évoluent pendant une période de 20 jours ouvrables en dehors d'une bande de fluctuation de 22 \$-28 \$. La limite supérieure a été dépassée à la mi-juin. Les membres de l'OPEP ont attendu la réunion du 21 juin pour décider le déclenchement d'un tel mécanisme.

Pour l'année 2000, la demande mondiale de pétrole devrait continuer d'accélérer (+2% après +1,5% en 1999 selon l'Agence Internationale de l'Energie). Le dynamisme prévu pour la production non-OPEP (+3% pour l'ensemble de l'année) ne devrait pas être suffisant pour y faire face et les stocks mondiaux restent à des niveaux très bas. Dans ce contexte, les membres de l'OPEP n'ont pas à craindre une chute brutale des cours du pétrole en cas d'augmentation de leur production. Ils pourraient dès le second semestre engager un processus d'ajustement progressif si bien que le cours du Brent reviendrait vers 25 \$ le baril à la fin de l'année.

## PRIX DU PÉTROLE

	Niveaux trimestriels							Niveaux annuels		
	1999				2000			1998	1999	2000
	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.	2 <sup>nd</sup> S.			
Dollar en francs	5,9	6,2	6,3	6,3	6,7	7,1	7,2	5,9	6,2	7,1
<b>PÉTROLE</b>										
Baril de "BRENT DATÉ" en dollars	11,3	15,4	20,5	24,0	26,8	26,5	26,4	12,8	17,8	26,5
Tonne importée en francs	468	677	921	1100	1331	1405	1437	560	792	1402

■ Préviation

## Poursuite de la hausse du prix des matières premières au second semestre

Le prix des matières premières hors énergie en devises est remonté au mois de mai après avoir légèrement baissé depuis le mois de février 2000. Au total, l'indice a crû de 15% depuis le début de sa remontée au premier trimestre de 1999. Du fait de l'appréciation du dollar américain face à l'euro, l'indice en francs a augmenté de 45%. Le mouvement de baisse de l'indice en devises, entre février et avril 2000, est uniquement dû aux matières minérales.

La baisse du prix des **matières minérales** entre février et avril 2000 est liée à des mouvements spéculatifs sur les marchés des métaux. Le prix de ces matières devrait recommencer à s'apprécier, la demande industrielle demeurant bien orientée. Toutefois, des extensions de capacité de production sont prévues et la hausse du prix des matières minérales devrait être modérée au second semestre de 2000. En outre, un nouveau procédé plus rentable d'obtention du nickel (acid leach process) pourrait commencer à être utilisé à grande échelle durant cette période.

Le prix des **matières agro-industrielles** continue de s'apprécier depuis le début de l'année 1999. Ce mouvement devrait se poursuivre : contrairement aux matières minérales, peu d'extension de capacité viendraient gager la hausse de la demande industrielle. La pâte à papier et le caoutchouc naturel sont des matières fortement liées à l'activité industrielle. La hausse du prix de la pâte à papier, dont la production avait été volontairement réduite en réponse à la baisse des cours en 1998, devrait donc se poursuivre. Une hausse plus modérée du prix du caoutchouc naturel est attendue cette année, malgré la demande soutenue. En effet, la liquidation du stock de caout-

## PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

Indice en devises base 100=1990	Variations annuelles en %		Glissements annuels en % (décembre)	
	1999	2000	1999	2000
<b>Ensemble</b>	<b>-6,8</b>	<b>13</b>	<b>8,7</b>	<b>8</b>
<b>Alimentaires</b>	<b>-20,1</b>	<b>0</b>	<b>-11,9</b>	<b>-3</b>
- Denrées tropicales	-23,8	-14	-16,1	-16
- Oléagineux	-15,7	18	-6,9	14
<b>Industrielles</b>	<b>-1,3</b>	<b>18</b>	<b>17,3</b>	<b>13</b>
- Minérales	-0,5	14	19,1	7
- Agro-industrielles	-2,7	25	13,9	23

■ Préviation

chouc naturel de l'ancien cartel (l'INRO) pourrait avoir un effet modérateur sur la hausse des cours. La demande pour la laine et le coton augmenterait significativement cette année. L'Australie, producteur dominant de la laine, après avoir réduit son cheptel ovin en réponse au plongeon des cours en 1998, est en passe de liquider la totalité de ses stocks gouvernementaux. Une hausse sensible du prix de la laine est donc envisageable pour l'année 2000. Un déficit de production pour le coton est attendu pour la saison 2000/2001. La hausse de la production aux États-Unis serait largement compensée par une réduction équivalente en Chine ajoutée à d'autres réductions dans d'autres pays.

Le prix des **matières alimentaires** devrait pour sa part stagner jusqu'à la fin de l'année 2000 en l'absence de choc climatique qui ferait baisser la production. L'offre demeure très importante : les niveaux des stocks sont élevés et les estimations de production pour les saisons en cours devraient permettre de satisfaire la demande. ■

# Échanges extérieurs

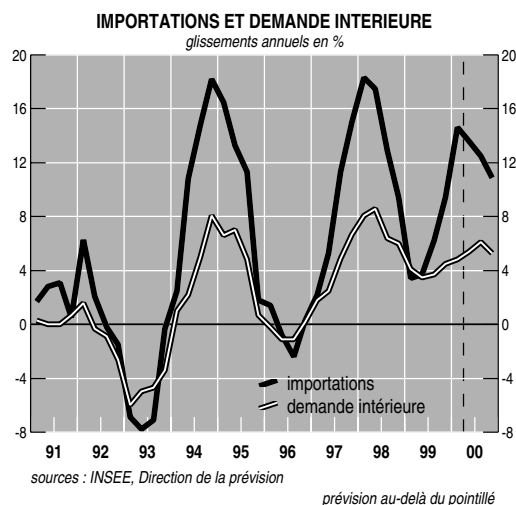
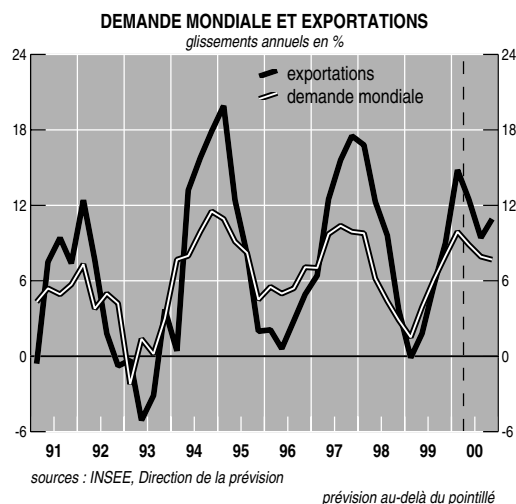
Depuis le début de la reprise industrielle, les échanges commerciaux sont extrêmement dynamiques. Les exportations progressent à un rythme annualisé proche de 10% grâce à une demande mondiale très vigoureuse et aux gains de compétitivité permis par la dépréciation de l'euro. Les importations accompagnent pour leur part le dynamisme de la demande intérieure.

Le reste de l'année 2000 ne devrait pas enregistrer d'infléchissement notable. Le rythme des exportations resterait soutenu, les gains de compétitivité liés à la dépréciation supplémentaire de l'euro en début d'année compensant une demande mondiale un peu moins exceptionnelle. Les importations progresseraient à un rythme toujours élevé, grâce à la bonne tenue de l'activité domestique.

En volume, les échanges extérieurs devraient exercer une action assez neutre sur la croissance. Les gains de compétitivité compensent en effet l'influence défavorable du léger décalage de conjoncture en faveur de la France. En revanche le solde commercial se dégrade en valeur sous l'influence des pertes de termes de l'échange et de l'alourdissement de la facture énergétique qui lui est associé. Au total, le solde des transactions courantes pourrait ainsi se dégrader de près de 60 Mds de Francs en 2000, soit environ 0,6 point de PIB.

## Des exportations manufacturières toujours dynamiques

Les exportations manufacturières ont été particulièrement fortes au premier trimestre de l'année 2000 (+4,7%) grâce, notamment, à des résultats exceptionnels dans le secteur des biens d'équipement (+10,9% de croissance trimestrielle). Ce très bon résultat devrait faire l'objet d'une correction au deuxième trimestre. Néanmoins, sur l'ensemble du semestre les exportations progresseraient à un rythme annualisé supérieur à 10%. Au second semestre les exportations en produits manufacturés resteraient dynamiques, sur une pente proche de 10%. Les gains de compétitivité devraient en effet atténuer le léger infléchissement attendu de la demande mondiale.



## Fortes importations de produits manufacturés

Les importations ont vivement progressé au premier trimestre (+3,9% de croissance trimestrielle) en ligne avec la forte croissance de la demande intérieure. Cette progression a été particulièrement vigoureuse pour les biens intermédiaires (+3,2%) et les biens d'équipement (+4,1%). Au second semestre de 2000, les importations devraient continuer de croître à un rythme de 10%. Ce dynamisme résulterait de la bonne orientation de la demande intérieure, et plus particulièrement de l'investissement.

## Redressement des prix des échanges

Les prix à l'exportation continuent d'accélérer au premier trimestre de 2000. Ils enregistrent même des évolutions sensiblement supérieures à celles des prix industriels. Profitant de la dépréciation de l'euro, les industriels relâchent en effet légèrement leurs marges à l'exportation. Ce comportement est confirmé par l'enquête de conjoncture sur la concurrence étrangère : les soldes d'opinions concernant l'évolution des marges sur les marchés étrangers sont très nettement en hausse dans un contexte d'affaiblissement de l'intensité concurrentielle. Ce mouvement pourrait se poursuivre toute l'année.

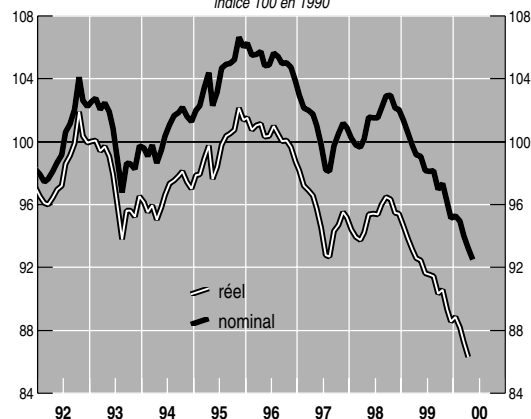
Les prix à l'importation ont, eux aussi, fortement progressé depuis le second semestre de 1999 sous l'effet de la hausse du prix du pétrole et de la dépréciation continue de l'euro. Au deuxième semestre, avec la baisse attendue des cours du pétrole, les prix des importations devraient progresser de manière plus modérée.

## Un secteur agro-alimentaire toujours dynamique

Passées les festivités du millénaire, les exportations de champagne et de vin faiblissent mais demeurent généralement bien orientées. Les ventes de cognac continuent d'augmenter au cours du premier trimestre, particulièrement en direction des États-Unis et de l'Asie. La viande porcine affiche également des hausses substantielles à l'exportation. Seules les ventes des produits laitiers diminuent.

Les importations agro-alimentaires ont enregistré une baisse en ce début d'année, particulièrement forte pour les chocolats et confiseries, ainsi que pour les viandes de volailles. Seules les importations de cigarettes sont en légère hausse.

TAUX DE CHANGE EFFECTIF DU FRANC  
indice 100 en 1990



## Une facture énergétique qui s'alourdit

Au premier trimestre de 2000, la facture énergétique a continué de s'alourdir du fait du niveau très élevé des prix du pétrole. A cela s'est ajoutée une baisse des exportations d'électricité faisant suite à la tempête de décembre. Avec une certaine stabilisation du prix du pétrole et le rétablissement des exportations d'électricité, la facture énergétique pourrait se stabiliser. Sur l'ensemble de l'année, elle se dégraderait néanmoins de 64 Mds.

## Dégradation du solde des transactions courantes en 2000

En 1999, le solde des transactions courantes avait progressé d'environ 6 Mds de Francs. En 2000, il diminuerait fortement. Cette dégradation serait principalement le fait du solde commercial en lien avec l'alourdissement de la facture énergétique et, dans une moindre mesure, de celui des revenus.

## BALANCE DES TRANSACTIONS COURANTES

(soldes bruts en milliards de francs)

	Niveaux semestriels						Niveaux annuels		
	1998		1999		2000		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.	2 <sup>nd</sup> s.			
<b>MARCHANDISES</b> <sup>(1)</sup>	71	76	58	66	30	45	147	124	75
<b>SERVICES</b> <sup>(2)</sup>	46	55	50	68	55	65	101	118	120
- liés aux échanges extérieurs	14	18	9	24	13	21	32	33	34
- liés aux échanges de technologie	6	6	6	4	5	5	12	11	10
- voyages	28	34	37	42	40	42	63	79	82
- autres services	-3	-3	-2	-3	-3	-3	-6	-5	-6
<b>REVENUS</b>	16	34	34	33	28	30	51	68	58
<b>AUTRES BIENS ET SERVICES</b>	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>TRANSFERTS COURANTS</b>	-29	-48	-26	-56	-24	-60	-77	-82	-84
<b>TRANSACTIONS COURANTES</b>	<b>104</b>	<b>117</b>	<b>116</b>	<b>112</b>	<b>89</b>	<b>80</b>	<b>222</b>	<b>228</b>	<b>169</b>

■ Prévission

(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



## SOLDE COMMERCIAL

(en milliards de francs)

	Niveaux semestriels (CVS)						Niveaux annuels		
	1998		1999		2000		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.	2 <sup>nd</sup> S.			
Agriculture / IAA	31	28	28	34	31	30	58	61	61
Énergie	-33	-29	-30	-47	-72	-69	-62	-77	-141
Manufacturés <sup>(1)</sup>	53	44	37	42	37	34	97	79	71
<b>Total Caf / Fab</b>	<b>51</b>	<b>42</b>	<b>35</b>	<b>29</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>94</b>	<b>63</b>	<b>-9</b>
<b>Total Fab / Fab <sup>(2)</sup></b>	<b>77</b>	<b>68</b>	<b>61</b>	<b>57</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>145</b>	<b>117</b>	<b>54</b>

■ Préviation

(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.

Source : Comptes trimestriels

## DEMANDE MONDIALE ADRESSÉE A LA FRANCE (TOUS BIENS)

(en volume, évolution en %)

1998	1999	2000	La part de marché représentée par chaque zone en 1985 est indiquée entre parenthèses	Glissements semestriels <sup>(3)</sup>					
				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.	2 <sup>nd</sup> S.
5,4	4,5	6,0	9 pays OCDE (65,3%) <sup>(1)</sup>	3,9	1,5	2,5	3,4	2,8	2,4
4,6	3,4	4,7	dont : UE à 6 (55,8%) <sup>(2)</sup>	3,2	1,2	1,8	2,7	2,2	1,9
-0,2	-0,6	1,6	Hors OCDE (22,6%)	-1,9	-1,3	0,2	0,8	0,7	0,7
<b>6,1</b>	<b>4,9</b>	<b>8,7</b>	<b>Total (100%)</b>	<b>3,0</b>	<b>0,8</b>	<b>3,1</b>	<b>4,7</b>	<b>4,1</b>	<b>3,7</b>

■ Préviation

(1) Allemagne, Royaume-Uni, Italie, Belgique, Pays-Bas, Etats-Unis, Japon, Canada, Espagne.

(2) Allemagne, Royaume-Uni, Italie, Belgique, Pays-Bas, Espagne.

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

Source : Direction de la prévision

En 2000, le solde des services devrait se stabiliser aux alentours de 120 Mds de Francs. Après la forte hausse de 1999, le solde touristique augmenterait très légèrement. La dépréciation de l'euro par rapport au dollar et à la livre sterling devrait favoriser la venue de touristes étrangers en France.

En 1999, le solde des revenus progresse de nouveau très fortement et atteint un niveau historiquement élevé à 68 Mds de Francs. Cette tendance devrait s'inverser en 2000. En effet, la forte baisse du niveau des cotations des valeurs technologiques intervenue

en mai aux États-Unis devrait entraîner une diminution des achats de titres étrangers par les résidents. Celle-ci devrait occasionner une baisse des intérêts perçus par les résidents au titre des "investissements de portefeuille" au second semestre de 2000.

En 1999, le déficit du solde des transferts courants s'était creusé, s'établissant à 82 Mds de Francs. Il devrait de nouveau se dégrader en 2000 en raison d'une augmentation des prélèvements sur les recettes de l'État au profit du budget des Communautés Européennes. ■