



**Fiches**

**Thématiques**

# Environnement international de la zone euro

*Après la forte accélération de la fin de l'année 1999, l'activité mondiale reste très favorablement orientée. La demande intérieure prend le relais des exportations comme moteur de la reprise dans les zones émergentes. Les États-Unis poursuivent leur expansion à un rythme très soutenu grâce à une demande intérieure exceptionnellement vigoureuse. Au Royaume-Uni, l'activité reste dynamique, même si le resserrement du policy-mix vient en tempérer la vigueur. En revanche, le Japon, toujours sous perfusion budgétaire, n'enregistrerait qu'une reprise technique au premier semestre de 2000.*

*La demande mondiale adressée à la zone euro continuerait donc de progresser vivement, à un rythme annualisé de l'ordre de 9%, après 12% à la fin de 1999. Cette légère inflexion traduirait essentiellement l'achèvement du rattrapage de certains pays d'Asie en crise, et l'assaisonnement de la croissance dans les économies anglo-saxonnes.*

*Les tensions inflationnistes restent limitées. La vigueur des demandes intérieures et la diffusion du renchérissement du pétrole devraient certes encore pousser l'inflation à la hausse. D'important gains de productivité viennent cependant gager la hausse des coûts de production, si bien que les tensions réelles progressent faiblement. En revanche, les marchés d'actifs (bourse et immobilier) continuent d'enregistrer de très fortes progressions.*

## **États-Unis : forte croissance et absence apparente de tensions réelles**

L'économie américaine aura surpris une nouvelle fois en affichant au second semestre de 1999 un rythme de croissance de 6%. Le dynamisme de la consommation privée et publique ne se dément pas. Portée par une demande intérieure toujours vigoureuse et des exportations au dynamisme retrouvé, l'activité devrait continuer de croître à un rythme supérieur à son potentiel de long terme. Néanmoins certains déséquilibres continuent de s'accroître.

Les perspectives de croissance dans l'industrie restent très favorables en début d'année 2000. L'indice de production industrielle produit par le NAPM<sup>(1)</sup> accélère ainsi pour progresser de +9% en glissement annuel en février. Depuis le troisième trimestre de 1999, les industriels américains bénéficient de la

reprise du commerce mondial. Les carnets de commande à l'exportation continuent d'être bien garnis. Les gains de compétitivité consécutifs à l'appréciation réelle du yen et des monnaies asiatiques devraient avoir leur plein effet au premier semestre de 2000. Les exportations devraient ainsi croître au rythme de 10%.

L'investissement demeure lui aussi très bien orienté. Le repli des dépenses en équipements et en logiciels enregistré au quatrième trimestre doit en effet davantage être rapproché des doutes pesant sur les équipements informatiques à la veille de l'an 2000 que d'une réelle inflexion. En janvier 2000, les commandes de biens d'équipement ont bondi de 6% par rapport au mois précédent, soit le plus fort accroissement depuis février 1996. Après un certain tassement en 1998, le rebond des profits en 1999 encourage les entreprises américaines à investir, afin de substituer du capital au travail, dont le marché est très tendu. Dans la construction, l'activité ne devrait pas trop pâtir de la remontée des taux longs, comme l'atteste le redressement des mises en chantier depuis octobre 1999. Dans ces conditions, l'investissement privé progresserait en ce début d'année 2000 à un rythme soutenu.

Au-delà de la vigueur de l'activité industrielle, la consommation privée reste le principal moteur de la croissance américaine, comme le confirment les chiffres publiés pour le mois de janvier par le Department of Commerce. Les dépenses des ménages enregistreraient néanmoins un léger ralentissement au premier semestre de 2000 (+4% en rythme annualisé, contre environ 5% au semestre précédent). Les salaires réels ralentissent depuis l'été 1999, principalement sous l'effet de la hausse de l'inflation. Par ailleurs, les actions de haute technologie s'envolent (+50% entre novembre 1999 et février 2000) alors que les valeurs traditionnelles stagnent depuis mai 1999. Les évolutions boursières ont donc continué à alimenter, quoique dans une moindre mesure, le dynamisme de la consommation des ménages par l'effet de richesse.

Le très fort dynamisme de la demande intérieure ne se traduit pas pour l'heure par un regain de tensions inflationnistes dans la sphère réelle. Les prix à la consommation hors énergie et alimentaire n'ont en effet pas cessé de ralentir (moins de 2% en glissement annuel en janvier 2000). L'accélération des cours des matières premières ne s'est pas répercutée dans les prix de production des produits finis. La forte hausse du coût du travail (+3,4% entre décembre 1998 et

(1) National Association of Purchase Managers

**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.
<b>ÉTATS-UNIS (34,0 %)</b>					
4,3	4,1	4,4			
11,6	11,8	10,4	1,4	3,1	2,1
4,9	5,3	4,4	6,4	5,9	5,0
1,7	3,7	3,6	2,8	2,6	2,1
11,8	8,0	6,0	1,6	3,3	0,9
2,2	3,6	9,1	3,8	2,2	3,9
6,5	5,6	4,6	-0,4	4,9	4,7
0,1	-0,4	0,3	2,9	2,8	2,3
-1,3	-1,3	-0,5	-0,6	0,6	0,1
			-1,0	-0,3	-0,2
<b>JAPON (17,2 %)</b>					
-2,5	0,3	1,2	2,5	-2,4	2,4
-7,6	5,1	5,2	5,0	7,2	-0,4
-0,6	1,2	0,0	2,0	-1,8	0,9
1,5	1,3	0,3	-0,5	0,8	0,3
-7,5	-0,7	2,4	4,6	-3,8	3,9
-2,5	1,8	6,1	1,5	5,4	2,4
-2,5	0,6	0,7	2,4	-2,1	1,7
-0,6	0,1	0,3	0,4	-0,1	0,3
0,8	-0,3	0,2	-0,4	-0,1	0,4
<b>ROYAUME-UNI (5,6 %)</b>					
2,2	1,9	2,9	1,1	1,6	1,4
8,1	7,2	8,1	2,0	7,7	3,1
3,3	3,6	2,8	2,5	1,5	1,2
1,0	3,4	2,6	2,0	1,6	1,1
9,9	4,9	5,3	0,9	2,3	2,6
2,0	3,5	7,5	1,5	-6,4	2,8
4,1	3,8	3,3	2,1	1,6	1,6
0,0	-0,5	0,1	-0,8	0,4	0,1
-2,1	-1,4	-0,5	-0,2	-0,4	-0,2

■ Prévission

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

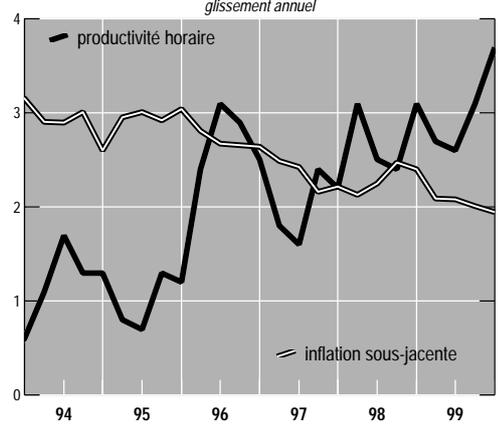
(2) Il est possible, pour des raisons statistiques, que la somme des contributions ne corresponde pas exactement à la variation du PIB à une date donnée.

Source : Direction de la prévision

décembre 1999) est complètement absorbée par des gains de productivité horaire qui semblent accélérer au second semestre de 1999 (environ +5% en rythme annualisé). Enfin, le taux d'utilisation des capacités de production demeure modéré.

Au premier semestre de 2000, la croissance américaine devrait donc demeurer très dynamique. L'absence durable de tensions inflationnistes repose néanmoins sur la pérennité de l'accélération de la productivité observée depuis quelques années, alors que les hausses récentes de taux ne semblent pas avoir freiné la demande intérieure.

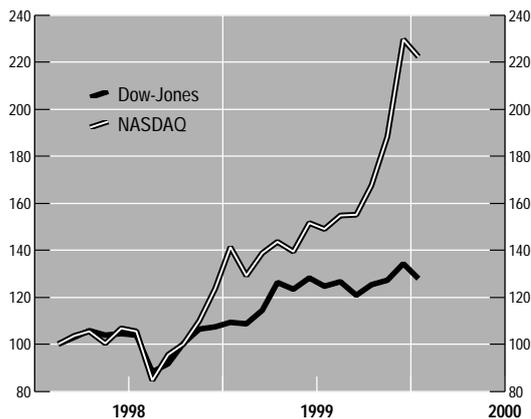
A plus long terme, les déséquilibres de l'économie américaine sont préoccupants. La disparité croissante entre les valeurs traditionnelles et celles qui sont liées aux nouvelles technologies, ainsi que le haut niveau des Price Earning Ratios prévalant sur le NASDAQ fait en effet peser un doute sur la validité des anticipations de profits. Le niveau élevé de l'endettement des ménages, et surtout la composition croissante de leurs portefeuilles en actions les rendraient particulièrement vulnérables à un risque de correction boursière. Si les anticipations devaient être corrigées, les entrées de capitaux étrangers pour-

**PRODUCTIVITE HORAIRE DU TRAVAIL ET TENSIONS INFLATIONNISTES AUX ETATS-UNIS**
*glissement annuel*


source : BLS

raient se tarir ; le déficit commercial américain, qui atteint au quatrième trimestre de 1999 son plus haut historique (95 milliards de dollars), pourrait fragiliser le dollar et stimuler l'inflation importée. Dans le contexte d'un marché du travail très tendu (387.000 créations d'emploi au mois de janvier), le risque

VALEURS DE HAUTE TECHNOLOGIE CONTRE VALEURS TRADITIONNELLES A LA BOURSE DE NEW-YORK



inflationniste pourrait réapparaître rapidement, contraignant l'économie américaine à un ralentissement très marqué.

### La pérennité de la reprise japonaise n'est pas assurée

Au quatrième trimestre, l'activité se contracte de 1,4%, après un recul de 1% au troisième. La croissance du PIB s'établit donc pour 1999 à 0,3% en moyenne annuelle. Au-delà d'une correction technique en début d'année, les perspectives de redressement à court terme de l'économie japonaise n'ont guère progressé.

Il faut noter que les difficultés croissantes de l'Economic Planning Agency pour appréhender l'activité nationale rendent le diagnostic conjoncturel délicat. Les estimations préliminaires du PIB, basées sur des indicateurs de demande, pourraient notamment sous-estimer le dynamisme de la consommation de services, et donc être sujettes à d'importantes révisions à la hausse. L'indicateur d'activité publié par le MITI, basé sur l'évolution de l'offre, semble peindre pour sa part un tableau plus optimiste de l'économie japonaise. Ces deux indicateurs pourraient toutefois ne pas accorder suffisamment d'importance au dynamisme du pays dans les secteurs innovants, et aux nouveaux modes de consommation.

La reprise en Asie est à l'origine du redressement partiel de l'industrie, et de la confiance des entrepreneurs japonais depuis le début de 1999. Mais la bonne tenue du commerce mondial aura peu de répercussion sur l'économie japonaise qui reste faiblement ouverte (les exportations représentent moins de 15 points de PIB). Au total, les exportations ne contribueraient que faiblement à la croissance du premier semestre de 2000, d'autant que le yen reste très apprécié.

La demande intérieure, seule clef d'une reprise pérenne, demeure déprimée. Ce contexte contraint le gouvernement à substituer de la consommation pu-

blique à la consommation privée en mobilisant l'excès d'épargne disponible dans le pays. Au premier semestre de 2000, l'activité devrait donc rebondir pour des raisons essentiellement techniques et grâce à une stimulation budgétaire supplémentaire. Au-delà de ce rebond, le rythme sous-jacent d'activité resterait proche de 1%.

Les déterminants de l'investissement en équipement sont plutôt mal orientés, bien que la réduction des sur-capacités productives semble s'interrompre avec la reprise industrielle et le rétablissement des profits. Les restructurations dans le secteur bancaire se poursuivent et contractent l'offre de crédit (les encours de crédit ont décliné de 5,5% entre octobre 1998 et octobre 1999). Du côté de la demande de crédit, la stagnation du marché immobilier continue de déprimer les actifs des entreprises et limite leurs possibilités d'emprunt. L'investissement résidentiel devrait pâtir lui aussi de la maigre performance du marché immobilier, et de l'arrêt des subventions à la construction associées au dernier plan de relance.

La consommation des ménages ne devrait pas afficher non plus de dynamique propre. Afin de réduire leurs sureffectifs tout en limitant les licenciements, les entreprises japonaises ont choisi depuis 1997 de retarder les embauches de jeunes et de s'appuyer plus systématiquement sur les contrats à durée déterminée. Le revenu des ménages serait affecté par les baisses de salaires exigées par les entreprises en échange du maintien des emplois (-1,1% en 1999), alors que le chômage des jeunes s'accroîtrait. Dans ce contexte, la confiance des ménages, après un rebond au premier semestre de 1999, resterait affectée par un sentiment d'insécurité croissant sur le marché du travail.

Dans ce contexte, la croissance japonaise repose de nouveau sur la stimulation budgétaire, alors que la politique monétaire semble avoir épuisé ses marges de manoeuvre. Le gouvernement a présenté en novembre 1999 un plan de relance : celui-ci implique l'injection de 18 trillions de yens (soit environ 1 point de PIB) dans l'économie, dont environ 4 trillions de yens d'argent public. Le plan pourrait stimuler à lui seul la croissance de plus d'un quart de PIB en 2000 mais pousser le déficit public au-delà de 8 points de PIB.

### Royaume-Uni: la croissance s'accompagne de tensions

Le Royaume-Uni a achevé l'année 1999 sur un rythme de croissance légèrement supérieur à 3,5%, bénéficiant à la fois d'une consommation dynamique et de l'embellie du commerce mondial. Très soutenue, la demande des ménages devrait rester le ressort principal de la croissance au premier semestre de 2000. La politique monétaire a déjà pris un tour plus restrictif en réponse aux tensions observées dans l'économie si bien que le PIB britannique retrouverait une pente proche de 3%.

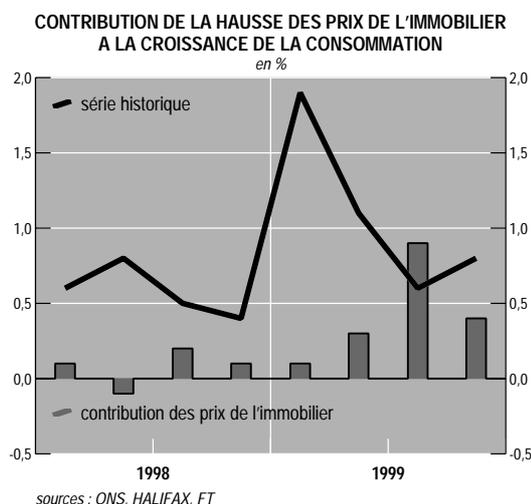
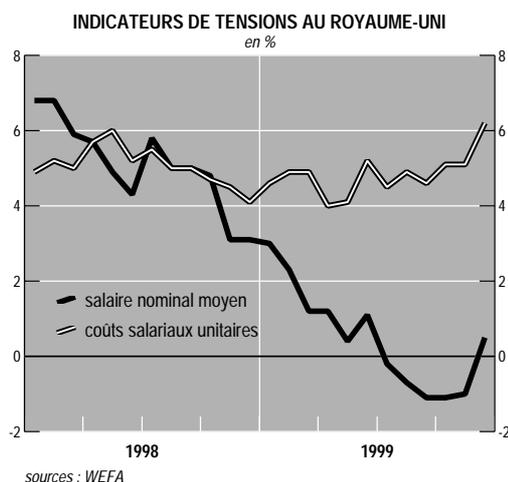
Au premier semestre de 2000, les exportations s'inscriraient sur un rythme de croissance d'environ 6% (contre 8% au semestre précédent), en ligne avec le retour progressif du commerce mondial à sa tendance de long terme. La forte décrue du quatrième trimestre (-1,6%, après +5,7% au trimestre précédent) doit donc s'interpréter comme une correction, après des ventes exceptionnelles de pétrole à destination de l'Amérique du Nord au troisième trimestre. Les carnets étrangers des industriels continuent en effet d'être bien garnis, en dépit du niveau élevé de la livre sterling.

Étant données les perspectives favorables dans l'industrie, l'investissement devrait rester dynamique au premier semestre de 2000. En glissement semestriel, il pourrait s'établir à 2,5%, en dépit du léger tassement des profits survenu en 1999 (-2%) et du resserrement des conditions monétaires.

La consommation privée demeurerait le moteur privilégié de la croissance. En réponse aux tensions sur le marché du travail, les salaires continuent de croître très rapidement (plus de 6% en glissement annuel fin 1999) et permettent une importante progression du pouvoir d'achat des ménages. La consommation britannique bénéficie en supplément de l'enrichissement des ménages. Cet effet richesse, s'appuyant plus largement sur l'inflation immobilière que sur celle des actifs boursiers, aurait un impact non négligeable sur le dynamisme de la consommation (voir encadré).

Cette forte reprise s'accompagne de tensions. Les prix de production accélèrent notablement sous l'effet du redressement des coûts de production, reflet des hausses du prix des biens intermédiaires et de l'accélération des salaires. Les anticipations de prix des industriels restent orientées à la hausse en janvier 2000. La concurrence accrue entre détaillants les a poussés à comprimer leurs marges, si bien que la hausse des prix de production ne s'est pas encore complètement transmise aux prix de détail. Cependant, depuis le milieu de l'année, les prix à la consommation dans les services accélèrent sensiblement. Finalement, l'inflation immobilière continue de progresser fortement en début 2000 (l'indice Halifax croît de 16% en janvier en glissement annuel).

La politique monétaire devrait donc continuer de se resserrer. Le dynamisme de la consommation, le taux de chômage historiquement bas, la remontée des cours des matières premières font l'objet d'une surveillance attentive de la part de la Banque Centrale, qui a relevé son taux directeur de 100 points de base depuis septembre 1999. Malgré la réalisation prévue d'un surplus en 2000, la politique budgétaire devrait devenir plus accommodante que l'année précédente. Au total, le policy mix devrait donc peser davantage sur l'investissement que sur la consommation des ménages à l'horizon de la prévision.



## PIB D'AUTRES RÉGIONS DU MONDE

(variations annuelles en %)

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

■ Prévision

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

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

Source : Direction de la Prévision

## Une mesure de l'effet richesse au Royaume-Uni

Après une période de trois années de stabilité, le prix de l'immobilier au Royaume-Uni accélère fortement au cours de l'année 1999, le glissement annuel passant de 4% en janvier 1999 à 16% en janvier 2000. Le patrimoine des ménages britanniques s'est ainsi fortement réévalué ; cet effet "richesse" est susceptible d'avoir stimulé leur consommation. L'objet de cet encadré est de mesurer l'ampleur de cet effet.

Les ménages britanniques ont en effet la possibilité d'hypothéquer leur logement afin d'obtenir un prêt à la consommation (equity withdrawal). La forte croissance sur la période considérée de l'encours de ces hypothèques suggère que cet impact pourrait être non-négligeable. Il préoccupe d'ailleurs depuis l'été les autorités monétaires britanniques qui le considèrent comme l'un des principaux facteurs de tensions inflationnistes.

Pour modéliser la consommation des ménages, nous avons estimé un modèle à correction d'erreur sur des données trimestrielles couvrant la période 1983:1 - 1999:4. Les variables explicatives sont le pouvoir d'achat du revenu, le taux de chômage pour rendre compte de l'épargne de précaution et l'inflation (effet d'encaisses réelles) ainsi que des variables mesurant la richesse des ménages. Celles-ci sont constituées par l'indice des prix du logement comme mesure de la richesse immobilière et l'indice FTSE comme approximation du patrimoine financier, déflatées par l'indice des prix à la consommation. L'existence d'une relation de cointégration est confirmée par un test ADF.

A long terme, l'homogénéité du modèle est garantie en imposant qu'une augmentation de la richesse et du revenu des ménages se traduit par une augmentation proportionnelle de leur consommation. C'est pourquoi nous avons contraint à 1 la somme des coefficients concernant les variables de revenu et de richesse dans l'équation de cointégration. L'estimation de cette relation produit les coefficients suivants :

$$\ln(\text{CON}) = 0,79\ln(\text{RDB}) + 0,13\ln(\text{HAL}) + 0,08\ln(\text{BOU}) - 0,01\text{TXC} - 0,15 \ln(\text{RPI}) + \text{RES}$$

CON : consommations des ménages en volume  
 RDB : revenu disponible brut déflaté  
 BOU : indice boursier déflaté  
 HAL : indice Halifax déflaté (prix des logements)  
 TXC : taux de chômage  
 RPI : Retail Price Index en niveau (prix à la consommation)  
 RES : résidus stationnaire

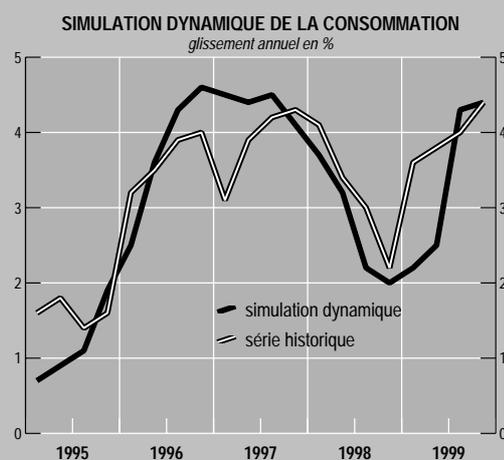
Les élasticités de nos variables boursières et immobilières sont non négligeables, ce qui suggère que leur contribution sera importante (les variations de ces indices peuvent être plus grandes que celles du RDB réel). A court terme, le modèle à correction d'erreur complet s'écrit :

$$\begin{aligned} \Delta \ln \text{CON} = & 0,01 + 0,23 \Delta \ln \text{HAL} + 0,18 \Delta \ln \text{BOU} \\ & (7,7) \quad (6,0) \quad (1,7) \\ & - 0,01 \Delta \text{TXC}(-1) + 0,01 \Delta \text{TXC}(-4) + 0,002 \Delta \text{TXREEL}(-1) \\ & (-2,7) \quad (2,5) \quad (-2,7) \\ & - 0,002 \Delta \text{TXREEL}(-4) - 0,30 \cdot \text{RES}(-1) \\ & (3,1) \quad (-4) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} R^2 &= 0,58 \\ \sigma &= 0,0079\% \\ \text{DW} &= 1,96 \end{aligned}$$

$\Delta$  : variation  
 TRE : taux d'intérêt réel à 3 mois  
 RES-1 : résidu de la relation de long terme retardé d'une période

Cette équation semble reproduire correctement les fluctuations passées de la consommation à partir de l'évolution de ses déterminants :

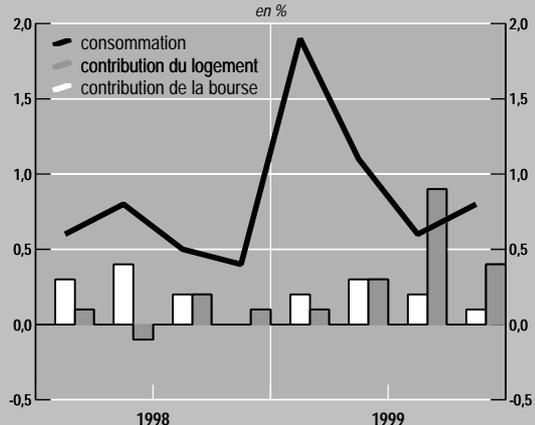


Notre approche nous permet donc d'évaluer les contributions respectives des prix de l'immobilier et de l'évolution des marchés financiers à la croissance de la consommation sur l'ensemble de l'année 1999 (cf. graphique ci-contre).

L'amplitude de l'effet richesse estimé sur le passé<sup>(1)</sup> nous suggère qu'au total, on peut attribuer 1,7 point, soit plus d'un tiers du glissement annuel de la consommation en 1999, à la hausse des prix de l'immobilier. Il convient toutefois de remarquer que, selon nos estimations, la contribution de la hausse des titres cotés à Londres serait elle aussi non-négligeable (+0,8 point). Au Royaume-Uni, les plus-values boursières ont elles aussi alimenté la croissance de la consommation. L'effet de richesse aurait donc pu contribuer à plus de la moitié du dynamisme récent de la consommation au Royaume-Uni.

La hausse des prix de l'immobilier ne commence à contribuer à la consommation qu'à partir du second trimestre de 1999, pour atteindre son point culminant à l'été. L'équation laisse donc la très forte accélération de la consommation des ménages au premier trimestre très largement inexpliquée (la partie inexpliquée par le modèle s'établit alors à 1,2%).

CONTRIBUTION DE LA HAUSSE DES PRIX DE L'IMMOBILIER A LA CONSOMMATION



(1) C'est au cours de la période 1986-1989 que la hausse des prix de l'immobilier est la plus forte : les encours de crédits gagés sur les biens immobiliers suggèrent qu'alors l'effet de richesse a été très important. Notre estimation quantitative repose donc avant tout sur les évolutions de cette période.

## Zones émergentes : la demande intérieure prend le relais des exportations

Les pays d'Asie en crise achèveraient l'année avec une croissance moyenne de 4,2%. La consommation privée semble avoir déjà pris le relais du commerce extérieur comme moteur de la croissance. La Corée, avec une croissance sur l'année de 10%, a dépassé son niveau d'avant la crise. La Malaisie, les Philippines et la Thaïlande, dont le rebond n'avait pas été aussi spectaculaire, devraient encore disposer d'un potentiel de légère accélération. L'Indonésie devrait enfin sortir de la récession, pendant que les restructurations semblent commencer.

En Europe de l'Est, la Hongrie et la Pologne sont sorties plus vivement que prévu du contrecoup de la crise russe et des effets défavorables du "flight to quality". Ces deux pays croîtraient à un rythme de 4% en 1999 et accéléreraient en début 2000 du fait de la vigueur de la demande intérieure, notamment en Pologne.

En Amérique latine, la situation est moins favorable : même si les répercussions de la crise semblent avoir été moins importantes que prévu, la sortie de crise devrait se faire à un rythme d'environ 3%. ■

## Quelques liens utiles :

### États-Unis

#### **Bureau of Economic Analysis :**

[www.bea.doc.gov](http://www.bea.doc.gov)

#### **Bureau of Labor Studies :**

[www.stats.bls.gov](http://www.stats.bls.gov)

#### **Census Bureau :**

[www.census.gov](http://www.census.gov)

et notamment :

[www.census.gov/cgi-bin/briefroom/BriefRm](http://www.census.gov/cgi-bin/briefroom/BriefRm)

#### **Department of Commerce :**

[www.doc.gov](http://www.doc.gov)

#### **National Association of Purchase Managers :**

[www.napm.org](http://www.napm.org)

### Japon

#### **Ministry of Industry and International Trade :**

[www.miti.go.jp](http://www.miti.go.jp)

#### **Economic Planning Agency :**

[www.epa.go.jp](http://www.epa.go.jp)

#### **Banque du Japon :**

[www.boj.or.jp](http://www.boj.or.jp)

#### **Japan Center of Economic Research :**

[www.jcer.or.jp](http://www.jcer.or.jp)

### Royaume-Uni

#### **Banque d'Angleterre :**

[www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk)

#### **Office for National Statistics :**

[www.ons.gov.uk](http://www.ons.gov.uk)

# Conjoncture dans la zone euro

La croissance dans la zone euro s'est nettement redressée, pour s'installer à la fin de l'année 1999 sur une pente proche de 4%. Ce dynamisme devrait continuer de prévaloir au début de l'année 2000. La demande intérieure gagnerait en effet en vigueur, grâce à la consommation des ménages qui accélérerait, notamment en Italie. L'environnement international serait toutefois un peu moins porteur. Ainsi l'activité progresserait à un rythme annualisé proche de 3,5% au premier semestre de 2000.

Les tensions inflationnistes dans la zone euro restent toujours très modérées. En 1999, la montée de l'inflation a résulté essentiellement de la hausse des cours du pétrole et des matières premières. Le glissement annuel de l'IPCH s'est établi à +2,0% en février 2000, contre +0,8% un an plus tôt. Il serait de 2,0% à la mi-2000, après un point haut au début du printemps où culmineraient les effets mécaniques de la hausse du prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente est toujours contenue par le maintien de la modération salariale et la libéralisation de certains secteurs (transport, énergie, ...).

Avec la crise des pays émergents, l'année 1999 aura laissé apparaître des divergences marquées entre pays. L'Espagne, les Pays-Bas et l'Irlande ont continué d'enregistrer de très fortes croissances tandis que l'Allemagne et l'Italie restaient en retrait, avec des rythmes de croissance sensiblement inférieurs à la moyenne de la zone. Ces écarts devraient s'atténuer en 2000. Les pays les plus dynamiques n'accéléraient plus, cependant que l'Allemagne puis l'Italie combleraient leur retard.

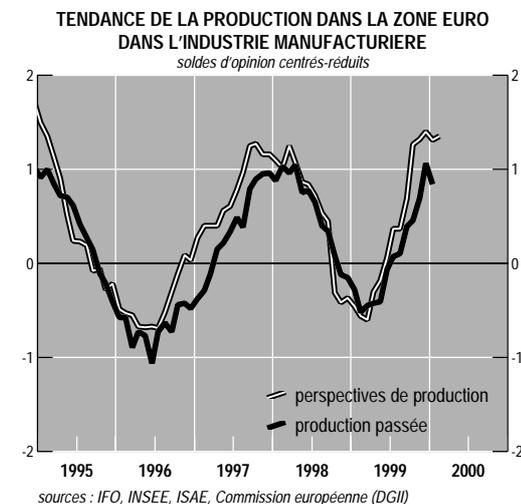
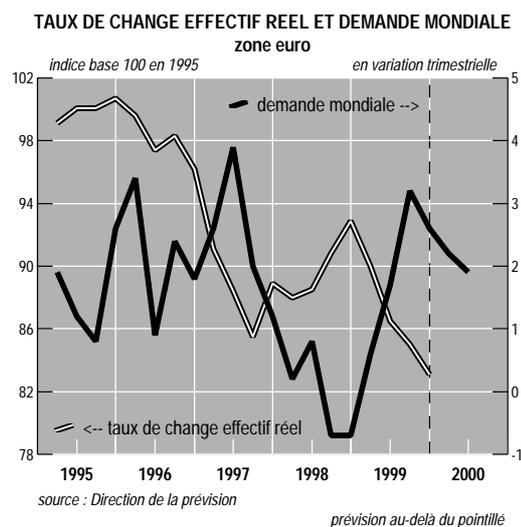
## Une croissance proche de 3,5% dans la zone euro au premier semestre

Le rebond de l'activité industrielle dès le printemps 1999 s'est appuyé sur un redressement marqué de l'environnement international. La demande mondiale adressée à la zone euro a ainsi fortement accéléré et la dépréciation du taux de change de l'euro a permis de réaliser d'importants gains de compétitivité (le taux de change effectif réel de l'euro s'est déprécié de plus de 12% en 1999 en glissement annuel).

Avec un contexte international moins porteur, l'**activité industrielle** devrait cesser d'accélérer en début d'année 2000 pendant que les **exportations** ralentiraient. Au premier semestre de 2000, elles

progresseraient sur un rythme annualisé de 7%, après 10% au second semestre de 1999. Si le commerce extérieur a fortement soutenu la croissance en moyenne sur le deuxième semestre de 1999, sa contribution deviendrait plus neutre au premier semestre de 2000.

De fait, les derniers indicateurs conjoncturels suggèrent que le point haut de la reprise industrielle a été atteint. Après la rapide amélioration intervenue depuis le printemps 1999, les **enquêtes** se stabilisent. La tendance de la production passée, comme les carnets de commandes et les perspectives de produc-



tion, ont atteint des niveaux supérieurs aux maxima du cycle précédent. Sur les deux premiers mois de l'année, le solde sur les perspectives de production n'enregistre plus d'amélioration tandis que l'opinion sur la production passée recule légèrement. Avec une croissance de 7% en terme annualisé au quatrième trimestre, la **production industrielle** de la zone euro ne devrait plus accélérer. Dans certains pays (Allemagne, Italie, Espagne), celle-ci voit son rythme de croissance se stabiliser ou s'infléchir légèrement.

La demande intérieure constitue le socle de la croissance européenne, grâce à des marchés du travail généralement très favorablement orientés. La faible performance enregistrée en Italie sur la fin de 1999 ne serait que transitoire.

Le dynamisme de secteurs riches en main-d'oeuvre tels que les services a en effet permis de fortes **créations d'emplois** depuis deux ans. Celles-ci ont aussi été favorisées par les mesures prises en vue d'améliorer le fonctionnement du marché du travail (développement du travail à temps partiel et des contrats temporaires) et d'en diminuer le coût (baisse des charges sur les bas salaires). L'emploi dans l'ensemble de l'économie progresse de 1,7% en

glissement annuel au troisième trimestre de 1999. Ce rythme soutenu a permis une baisse continue du taux de chômage depuis deux ans, passé de 11,4% fin 1997 à 9,6% fin 1999.

La **consommation**, peu dynamique au premier semestre de 1999, a sensiblement accéléré en seconde partie d'année. Les créations d'emplois ont soutenu la progression du pouvoir d'achat des ménages en dépit d'une certaine modération salariale et du retournement à la hausse de l'inflation. La baisse du taux de chômage a contribué à l'amélioration de la confiance des consommateurs, qui se traduit par une baisse de l'épargne de précaution. Au premier semestre de 2000, ce mouvement se raffermirait : la consommation accélérerait légèrement. Elle s'établirait sur un rythme de croissance annualisé de plus de 3% dans la première moitié de 2000.

La confiance des industriels et la bonne orientation de la demande ont été favorables à l'**investissement**, qui est resté dynamique au deuxième semestre de 1999. Depuis deux trimestres, les tensions sur l'appareil productif se font plus sensibles. Dans les enquêtes de conjoncture, les industriels jugent les capacités de production largement insuffisantes tan-

## PRÉVISIONS POUR LA ZONE EURO

(variations annuelles et trimestrielles en %)

	Variations annuelles			Variations trimestrielles									
	1997	1998	1999	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.	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	2,2	2,8	2,2	0,8	0,5	0,4	0,2	0,6	0,5	1,0	0,9	0,9	0,9
Glissement annuel	-	-	-	3,7	2,9	2,6	2,0	1,7	1,8	2,3	3,1	3,4	3,8
<b>IMPORTATIONS</b>													
Taux de croissance	8,7	9,1	5,7	3,0	1,1	0,7	0,7	1,4	2,1	2,1	1,8	2,2	2,1
Glissement annuel	-	-	-	12,6	10,2	8,2	5,6	4,0	5,0	6,4	7,5	8,4	8,5
<b>CONSOMMATION DES MÉNAGES</b>													
Taux de croissance	1,4	3,0	2,5	1,1	0,7	0,7	0,6	0,7	0,3	0,7	0,8	0,8	0,8
Glissement annuel	-	-	-	2,7	2,8	3,4	3,1	2,8	2,4	2,4	2,6	2,6	3,2
Contribution	0,8	1,7	1,4	0,6	0,4	0,4	0,3	0,4	0,2	0,4	0,4	0,4	0,5
<b>FBCF</b>													
Taux de croissance	2,1	4,4	4,5	1,8	-0,7	2,0	0,6	1,6	0,7	1,7	0,5	1,7	1,4
Glissement annuel	-	-	-	6,3	3,1	4,6	3,8	3,6	5,1	4,8	4,6	4,7	5,4
Contribution	0,4	0,9	0,9	0,4	-0,1	0,4	0,1	0,3	0,2	0,4	0,1	0,4	0,3
<b>EXPORTATIONS</b>													
Taux de croissance	9,9	6,7	3,9	1,7	1,0	0,2	-0,9	0,4	2,4	3,3	1,4	2,2	1,8
Glissement annuel	-	-	-	11,8	8,8	4,8	2,0	0,7	2,1	5,2	7,7	9,6	9,0
<b>DEMANDE INTÉRIEURE HORS STOCKS</b>													
Taux de croissance	1,7	2,9	2,7	1,1	0,3	0,8	0,5	1,0	0,3	0,8	0,6	1,0	0,9
Glissement annuel	-	-	-	3,2	2,6	3,2	2,8	2,6	2,6	2,7	2,8	2,8	3,3
Contribution	1,4	2,8	2,6	1,1	0,3	0,8	0,5	0,9	0,3	0,8	0,6	0,9	0,9
<b>ÉCHANGES EXTÉRIEURS</b>													
Contribution	0,6	-0,5	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	-0,5	-0,3	0,1	0,4	-0,1	0,0	-0,1
<b>STOCKS</b>													
Contribution	0,3	0,5	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,2	-0,1	0,1	-0,3	0,4	0,0	0,1

■ Prévision

Source : Insee

dis que leur taux d'utilisation est sensiblement remonté au quatrième trimestre. L'investissement devrait donc accélérer au premier semestre de 2000, même si la hausse des taux d'intérêt peut en renchérir légèrement le coût.

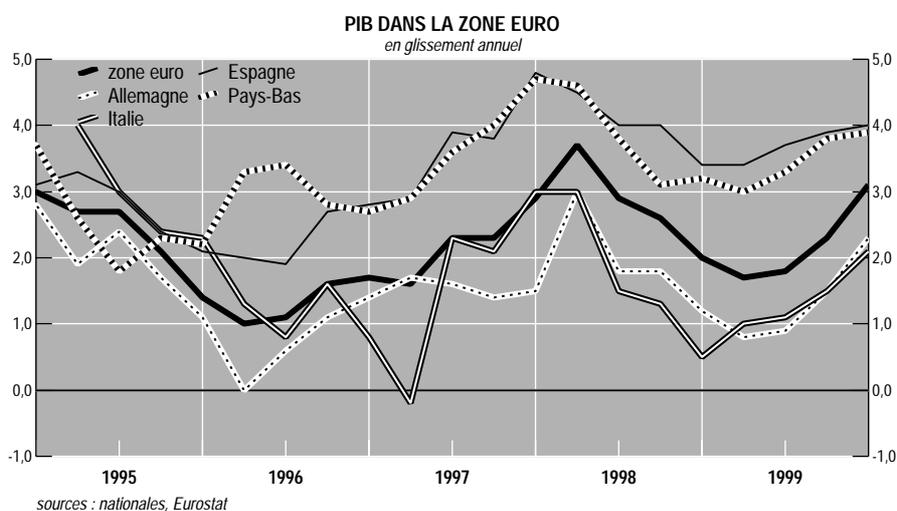
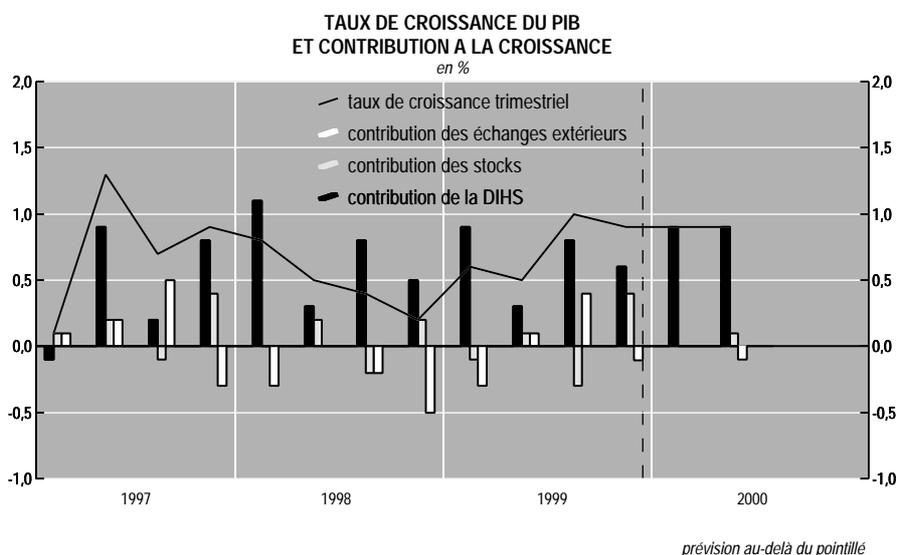
Au total, la demande intérieure hors stocks, progresserait à un rythme annualisé proche de 3,5%. Par ailleurs, dès le quatrième trimestre, les industriels ont commencé de reconstituer leurs stocks, encouragés par un climat de confiance favorable et des perspectives de prix en hausse. Ce mouvement pourrait se prolonger en début d'année 2000.

Ainsi, avec l'arrivée à maturité du cycle, le dynamisme de l'activité aurait atteint un point haut au deuxième semestre de 1999 dans l'ensemble de la zone euro. En 2000, l'activité s'inscrirait alors sur une pente de l'ordre de 3,5%.

## Stabilisation dans les pays les plus en avance

L'Espagne et les Pays-Bas font partie des pays les plus dynamiques de la zone euro. Si ces deux pays bénéficient probablement d'un potentiel de croissance plus élevé que les grands pays de la zone, ils semblent, au vu des enquêtes et de l'évolution de leur activité, être aussi les plus avancés dans le cycle conjoncturel.

Depuis plusieurs années, les enquêtes espagnoles et néerlandaises se retournent plus tôt que les enquêtes européennes. Elles ont cessé d'accélérer sur la fin de l'année 1999, puis légèrement fléchi. Simultanément, la croissance de la demande intérieure de ces deux économies s'est stabilisée, voire a légèrement décliné pour l'Espagne, à la suite du très fort dynamisme des trimestres précédents. De façon globale, au quatrième trimestre de 1999, la croissance a encore enregistré une petite accélération aux Pays-Bas,



## Une reprise de l'inflation en 1999 dans la zone euro principalement due aux prix de l'énergie

En un an, l'inflation dans la zone euro s'est redressée de 1,2 point, passant de +0,8% en février 1999 à +2,0% en février 2000. Cette progression sensible est principalement attribuable à la hausse des prix énergétiques, comme en témoigne la baisse du glissement annuel des prix de l'indice hors énergie : très stable, celui-ci était de +1,0% en février 2000, contre +1,3% un an auparavant.

### Des mouvements divergents d'inflation au sein de la zone euro durant l'année dernière

Les pays de la zone euro ont vu leur inflation augmenter dans des proportions parfois sensiblement différentes. Les effets de premier tour du relèvement du cours du Brent expliquent l'essentiel de ces évolutions, des baisses de prix dans certains secteurs non énergétiques venant parfois atténuer l'impact de la hausse des prix énergétiques. Les taux d'inflation en Autriche et en France restent parmi les plus modérés de la zone. Parmi les principaux pays de la zone euro, l'inflation dépasse désormais les 2% en Italie, et surtout en Espagne. La hausse des prix de l'énergie induit une très vive accélération des prix en Irlande sur un an. Certains pays, comme les Pays-Bas et le Portugal, semblent avoir réussi à maîtriser leur inflation, repassée au-dessous des 2%. En un an, le glissement annuel des prix hors énergie a baissé de respectivement 1,6 et 0,9 point dans ces deux pays.

### L'inflation resterait proche de +2,0% ces prochains mois

D'ici juin prochain, la stabilisation des prix des produits pétroliers devrait contribuer à infléchir le niveau de l'inflation. Cet effet serait néanmoins contrarié par la remontée du glissement annuel des prix de l'alimentation et par la stabilisation des prix des communications, après les fortes baisses enregistrées au cours de l'année dernière. Ainsi l'inflation demeurerait proche de 2% au cours du premier semestre de 2000.

### La réduction de la TVA en France creuse l'écart d'inflation entre la zone euro et la France au premier semestre de 2000

Au cours de l'année 1999, l'écart entre les glissements annuels des prix dans la zone euro et en France était de l'ordre de +0,5 point.

Cette différence s'était légèrement accrue au cours du premier semestre de 1999, du fait des revalorisations des loyers plus modérées en France que dans la zone euro, mais surtout en raison des baisses enregistrées sur les produits frais en milieu d'année, plus sensibles en France

que dans la zone euro. A l'inverse, les plus fortes hausses des prix des produits alimentaires en France en fin d'année expliquent la réduction de cet écart observée alors.

L'impact du décalage des périodes de soldes en France sur les valeurs de l'indice des prix de janvier et de février explique les à-coups de l'écart d'inflation du début 2000. Les effets de la stabilisation des prix des produits énergétiques étant sensiblement équivalents en France et dans la zone euro, la réduction début avril du taux normal de TVA en France contribuerait à accroître l'écart d'inflation entre la zone euro et la France au premier semestre de 2000. Celui-ci pourrait donc s'établir à environ 3/4 de point.

### Inflation de la zone euro

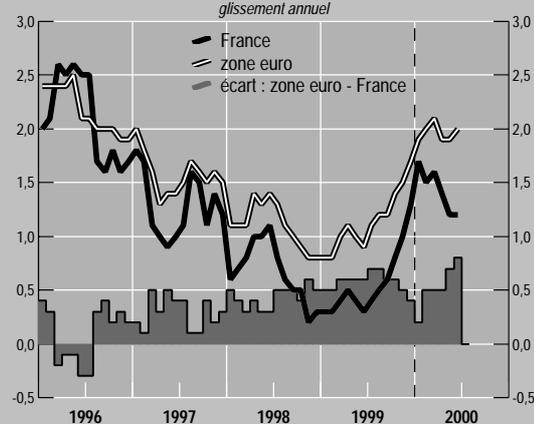
(glissement annuel de l'IPCH, en %)

	fév. 1999	jan. 2000	fév. 2000
France	0,3	1,7	1,5
Allemagne	0,1	1,9	2,1
Italie	1,4	2,2	2,4
Espagne	1,8	2,9	3,0
Pays-Bas	2,0	1,4	1,5
Belgique	1,0	1,8	2,1
Autriche	0,3	1,4	1,9
Finlande	0,9	2,3	2,7
Portugal	2,7	1,9	1,6
Irlande	2,3	4,4	4,6
Luxembourg	0,6	3,5	2,6
<b>Zone euro</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>

### INDICE DES PRIX A LA CONSOMMATION HARMONISE

France et zone euro

glissement annuel



prévision au-delà du pointillé

qui bénéficie traditionnellement plus fortement du soutien du commerce extérieur, mais elle s'est légèrement tassée en Espagne. Avec le ralentissement attendu de la demande mondiale, l'effet positif du commerce extérieur est appelé à s'estomper en 2000 dans les deux économies. Cela pourrait être le signe d'une stabilisation à venir de la croissance dans la zone euro.

L'évolution enregistrée en France à la fin 1999 peut renforcer cette hypothèse de stabilisation au niveau européen. Cependant, l'Allemagne et l'Italie, encore en retrait en 1999, devraient accélérer.

### Convergence de l'Allemagne et de l'Italie au sein de la zone euro

L'Allemagne et l'Italie enregistrent des rythmes de croissance sensiblement plus faibles que le reste de la zone euro depuis près de cinq ans. Cette évolution globale recouvre de fortes disparités. Le retard économique des "nouveaux Länder" évoque sous certains aspects le Mezzogiorno, alors que l'Allemagne de l'Ouest comme le Nord de l'Italie connaissent vraisemblablement une croissance nettement plus comparable à celle de la zone euro. Conjoncturellement, ces deux économies ont été plus durement touchées que la plupart de leurs partenaires lors de la crise des pays émergents. L'Italie a surtout pâti de la concurrence accrue des pays asiatiques dans les secteurs où elle était spécialisée. L'Allemagne a particulièrement souffert de la récession qui a suivi dans les pays d'Europe de l'Est, partenaires privilégiés de ce pays.

Ces deux économies s'inscrivent aujourd'hui dans des scénarios comparables de rattrapage conjoncturel de la zone euro. A la fin de l'année 1999, l'Allemagne connaît un rythme de croissance légèrement inférieur à celui enregistré dans la zone euro (3,2% contre 3,8% en rythme annualisé au second semestre). La performance italienne reste encore en retrait. Le quatrième trimestre, nettement en deçà de ce qui était attendu, laisse apparaître une pente de croissance de 2,5% sur le second semestre. Dans les deux pays, on devrait assister au début de l'année 2000 à un renforcement de la demande intérieure qui, sur la fin de 1999, avait pâti de la faiblesse de l'investissement en Allemagne et de celle de la consommation privée en Italie. De plus, à la suite du déstockage enregistré au troisième trimestre dans la plupart des pays de la zone euro, un restockage est intervenu, qui se poursuivrait au début de l'année 2000.

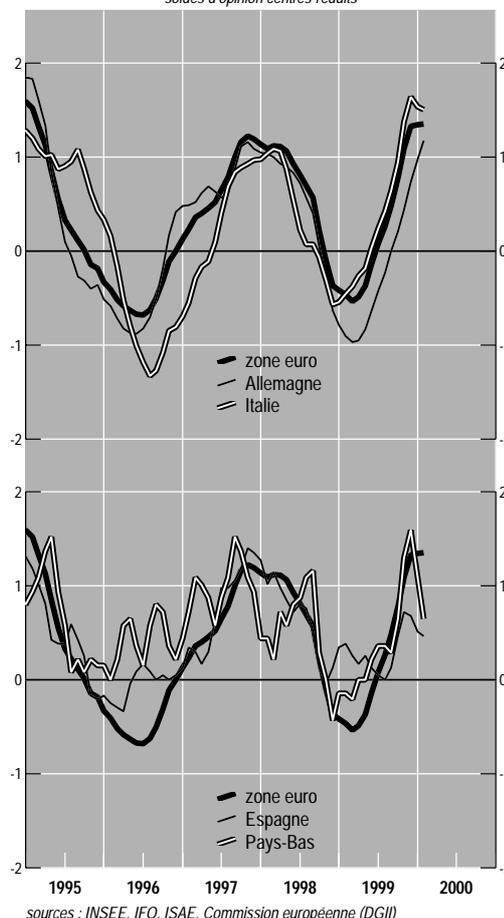
Au total, l'Allemagne rejoindrait, à l'horizon de la mi-2000, un rythme de croissance comparable à celui de la zone euro. La croissance italienne resterait un peu en-deçà.

Le redressement de l'économie allemande est sensible à partir du troisième trimestre de 1999. L'amélioration de l'environnement international a largement favorisé cette reprise, ainsi que le redres-

sement notable de la consommation privée (plus de 2,5% au second semestre en rythme annualisé après moins de 2%). Cette amélioration a notamment résulté des fortes hausses de salaire négociées au printemps (le revenu disponible brut a crû de 2,4% en 1999, après +1,6% en 1998).

L'Allemagne demeure néanmoins l'un des pays les moins dynamiques d'Europe en matière de création d'emplois (l'emploi a baissé de 17 000 entre décembre 1998 et décembre 1999). Ce manque de dynamisme est surtout lié à la situation de l'emploi dans les nouveaux "Länder". De plus, le marché du travail allemand doit composer avec une législation plus rigide que celle de ses partenaires. Le pacte pour l'emploi, qui devrait se poursuivre en 2000, entend conforter les mesures déjà prises contre le chômage des jeunes. Le Gouvernement envisage également de développer les possibilités de travail à temps partiel en modifiant la législation. Les créations d'emplois pourraient ainsi accélérer en 2000 et la baisse du taux de chômage devrait alors s'intensifier, favorisée par ailleurs par des facteurs démographiques entraînant la diminution de la population active. La hausse du revenu des ménages se combinerait alors à une baisse du taux d'épargne pour soutenir la consommation. En termes de croissance, l'Allemagne pourrait ainsi rattraper la zone euro à l'horizon de la mi-2000.

PERSPECTIVES DE PRODUCTION DANS LA ZONE EURO  
DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIERE  
*saldes d'opinion centrés-réduits*

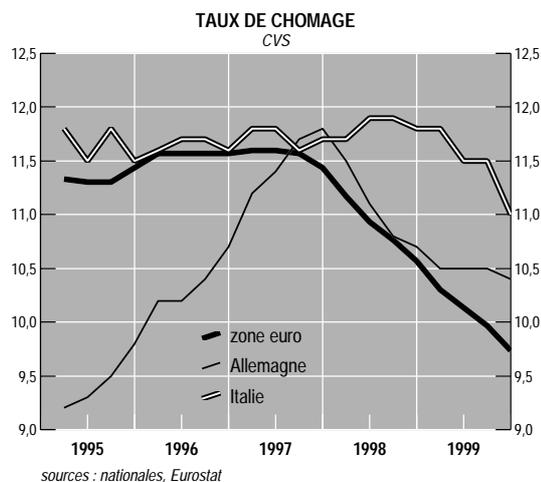


En **Italie**, l'accélération de la croissance au second semestre a été avant tout déclenchée par la reprise vigoureuse des exportations, notamment au troisième trimestre. Toutefois, la consommation des ménages demeure atone, malgré des créations d'emplois dynamiques (près de 400 000 emplois créés en 1999). Le taux de chômage a nettement baissé en 1999, particulièrement au second semestre. Il se situe à 11% en fin d'année.

Au quatrième trimestre, le rythme de croissance de l'indice de la production industrielle ralentit légèrement. Les enquêtes de conjoncture dans l'industrie restent bien orientées : l'activité industrielle ne connaîtrait donc au premier semestre de 2000, avec la maturation du cycle, qu'un léger ralentissement.

Par ailleurs, le rythme vif des créations d'emplois en Italie permet d'attendre pour le début de l'année 2000 un décollage de la consommation privée, même si la reprise de l'inflation pourrait continuer à peser quelque peu sur le pouvoir d'achat des ménages : toujours notablement supérieur à l'inflation dans la

zone euro (+2% en janvier 1999), le glissement annuel des prix à la consommation harmonisés s'établit à +2,2% début 2000, et pourrait progresser encore jusqu'au printemps. ■



## PIB DES PRINCIPAUX PAYS DE LA ZONE EURO

(variations annuelles et trimestrielles en %)

Variations annuelles		Variations trimestrielles							
1998	1999	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> T.	2 <sup>e</sup> T.
<b>ALLEMAGNE</b>									
1,9	1,4	0,3	-0,1	0,7	0,1	0,9	0,7	0,9	0,8
8,0	6,9	0,5	0,5	2,5	2,9	1,9	0,3	2,3	1,5
2,1	2,1	0,9	0,4	1,0	-0,1	0,7	0,6	0,5	0,5
-0,5	0,1	-0,8	-0,3	1,9	-1,2	0,0	-0,6	0,5	0,3
0,9	2,1	1,6	-0,5	1,8	0,0	1,2	-0,5	1,9	1,5
6,4	3,9	-0,6	-2,6	1,6	3,3	3,0	0,8	2,5	1,7
2,3	1,7	0,7	0,0	1,3	-0,3	0,6	0,1	0,8	0,7
0,9	0,4	-0,1	0,7	-0,4	0,2	-0,1	0,3	0,1	0,0
-0,3	-0,7	-0,3	-0,9	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1
<b>ITALIE</b>									
1,3	1,4	0,4	-0,1	0,3	0,5	0,8	0,4	0,7	0,7
6,1	4,9	-0,7	2,9	-0,7	2,8	-0,2	2,8	1,8	1,5
1,7	1,7	0,5	0,5	0,7	0,2	0,2	-0,1	0,5	0,4
1,3	0,8	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,4	0,4
3,5	4,4	0,6	0,0	2,0	1,5	1,1	1,8	1,4	1,3
1,2	-0,4	0,2	-3,9	-1,3	2,4	3,4	1,5	2,0	1,8
1,9	2,1	0,4	0,3	0,8	0,4	0,4	0,3	0,6	0,6
0,6	-1,0	-0,3	1,4	-0,4	0,2	-0,6	0,4	0,0	0,0
-1,1	0,4	0,3	-1,9	-0,2	-0,1	1,0	-0,3	0,1	0,1
<b>ESPAGNE</b>									
4,0	3,7	0,9	0,8	0,8	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9
11,1	12,6	3,9	2,2	3,4	3,6	2,3	2,9	2,4	2,4
4,1	4,4	0,9	1,0	1,4	0,7	1,3	0,9	1,1	1,0
2,0	1,8	0,7	0,9	0,7	0,2	-0,2	-0,3	1,1	1,1
9,5	8,3	5,4	2,7	-0,2	3,0	3,2	0,7	2,3	1,8
7,1	8,5	1,1	-0,5	3,1	2,5	3,0	4,7	1,9	1,7
5,1	5,0	1,9	1,4	1,0	1,2	1,5	0,7	1,4	1,3
0,5	0,7	0,1	0,5	0,1	0,5	-0,6	-0,2	-0,2	0,0
-1,6	-2,0	-1,1	-1,1	-0,3	-0,6	0,1	0,5	-0,3	-0,4

■ Préviation

(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

## Tensions inflationnistes limitées dans la zone euro

L'inflation est sensiblement remontée dans la zone euro au cours de l'année 1999. Elle s'établit à 2,0% en février 2000 contre 0,8% un an plus tôt. Cette remontée est liée à la hausse des cours du pétrole et des matières premières. L'inflation sous-jacente est, pour sa part, restée quasiment stable. Si la vigueur de l'activité peut faire craindre l'apparition de tensions inflationnistes, celles-ci devraient, au moins à court terme, rester contenues.

### Forte hausse des prix à l'importation

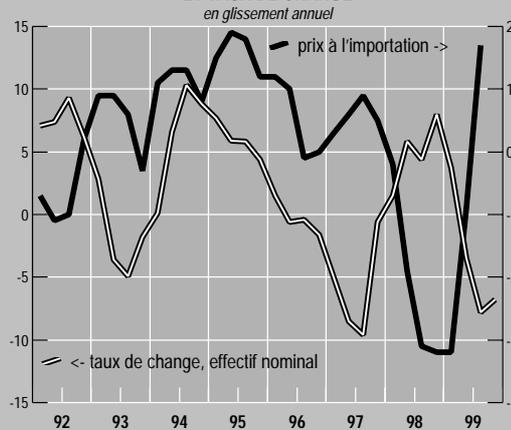
En forte baisse tout au long de 1998, les prix à l'importation se sont retournés à la hausse depuis le printemps 1999. La hausse des prix du pétrole et des matières premières ainsi que la dépréciation de l'euro expliquent ce mouvement. Ceci a provoqué une accélération des prix à la production, qui ont augmenté de plus de 4% en 1999 en glissement annuel. En 2000, la stabilisation des cours du pétrole et une moindre dépréciation de l'euro devraient résorber le surcroît d'inflation importée.

L'inflation sous-jacente est restée contenue tout au long de l'année 1999. Un risque de diffusion dans l'économie de la hausse des prix à l'importation subsiste cependant. Face à ce risque, la Banque Centrale Européenne a remonté ses taux directeurs de 25 points de base début février puis de 25 points supplémentaires à la mi-mars.

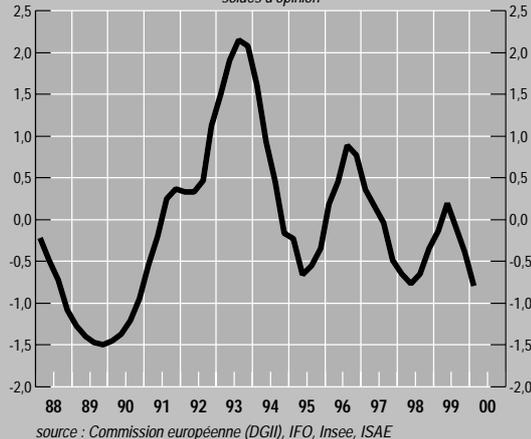
### Dans l'industrie, les tensions demeurent limitées

Les enquêtes montrent une hausse du taux d'utilisation des capacités de production, que les industriels jugent insuffisantes depuis deux trimestres. Les tensions sur l'appareil productif devraient toutefois demeurer limitées. Au premier semestre de 2000, l'accélération de l'investissement et de l'emploi concourt à l'accroissement des capacités de production, tandis que la demande cesse d'accélérer. Par ailleurs, le taux de chômage, bien qu'en

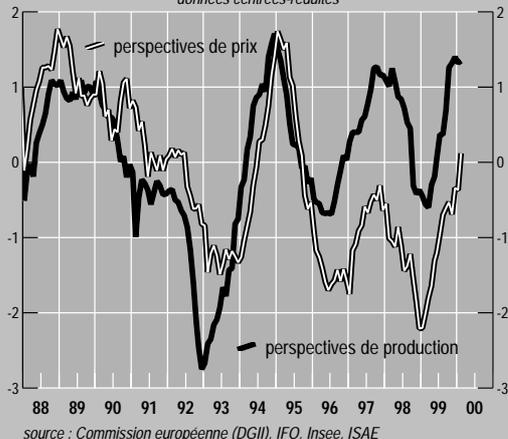
### PRIX A L'IMPORTATION ET TAUX DE CHANGE



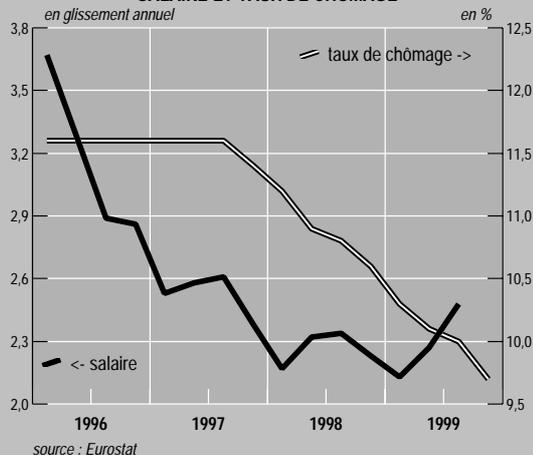
### JUGEMENT SUR LES CAPACITES DE PRODUCTION



### PERSPECTIVES DES INDUSTRIELS



### SALAIRE ET TAUX DE CHOMAGE



recul, reste relativement élevé (+9,6%) en janvier 2000. Sauf peut-être dans quelques secteurs, l'offre n'est pas limitée par une pénurie de main d'oeuvre.

Les perspectives de prix des industriels sont en hausse depuis le début de l'année, mais viennent seulement de dépasser leur moyenne de long terme. De plus, depuis 1996, leurs fluctuations, quoique toujours en phase avec celles des perspectives de production, se situent nettement en deçà. Tout se passe comme si les entrepreneurs avaient depuis lors intégré dans leurs anticipations un niveau d'inflation durablement plus bas.

#### **La modération salariale se poursuit**

Depuis deux ans, le marché du travail s'est nettement amélioré et de fortes créations d'emplois ont permis une baisse sensible du taux de chômage (de près de 2 points). Cette baisse ne semble pas remettre en cause la modération salariale qui prévaut dans la plupart des pays. Les

salaires nominaux remontent depuis la mi-1999 (2,2% d'acquis au troisième trimestre de 1999), mais progressent à des rythmes inférieurs à l'inflation. On n'observe pas de hausse significative du coût du travail dans la zone euro.

La modération salariale ne devrait pas être remise en cause en 2000. La baisse du taux de chômage résulte d'une conjoncture favorable, mais aussi de réformes relatives au marché du travail, qui ont probablement permis une diminution du chômage structurel. L'accroissement de la flexibilité du marché du travail dans la zone euro devrait permettre dans les mois qui viennent une poursuite de la baisse du taux de chômage, sans engendrer de pression à la hausse sur les salaires. Par exemple, en Italie, le nombre de travailleurs à temps partiel s'est accru de 15% en 1999. Dans le même temps, en Espagne, les contrats à durée déterminée, jusque là très limités, ont augmenté de près de 9%.

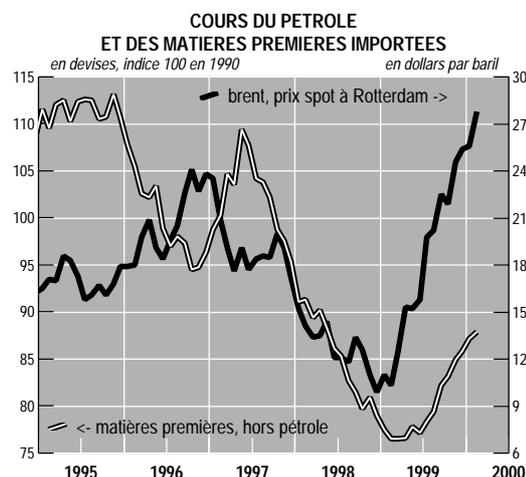
# Pétrole et matières premières

Le cours du Brent, pétrole de la mer du Nord, a triplé depuis le mois de février 1999, pour s'établir à 30\$ le baril au début du mois de mars 2000. Cette remontée brutale est d'abord venue corriger la forte baisse enregistrée à partir de la fin de l'année 1997, à la suite du ralentissement de l'économie mondiale et de la hausse à contretemps de l'offre mondiale de pétrole. L'accord de Vienne de mars 1999 a resserré brutalement l'offre. Les effets sur les cours ont été exacerbés par le regain de demande occasionné par la forte reprise de l'activité. Malgré quelques dissensions, l'OPEP devrait graduellement desserrer ses quotas de production à partir du printemps 2000, si bien que le prix du pétrole se détendrait quelque peu. Le cours du Brent pourrait ainsi revenir en deçà de 25\$ le baril avant la fin de l'année 2000.

Le prix des matières premières s'est pour sa part redressé depuis la mi-1999, principalement en raison de la hausse des cours des matières minérales. L'accélération de l'activité mondiale en 2000 ainsi que le retour des fonds d'investissement sur certains marchés des matières premières industrielles devraient prolonger la remontée des prix.

## Baisse attendue du prix du pétrole courant 2000

La discipline avec laquelle les pays membres de l'OPEP ont observé, dès avril 1999, l'accord de restriction de production a conduit à une très vive remontée du prix **du pétrole**. De février 1999 au début de mars 2000, le cours du Brent est ainsi passé d'environ 10\$ à 30\$ le baril, valeur qui n'avait jamais été atteinte depuis le contre-choc pétrolier de 1986<sup>(1)</sup>.



Dans un contexte de reprise de la demande mondiale de pétrole en 1999 (+1,6% contre +0,8% en 1998, selon l'Agence Internationale de l'Energie) et de stagnation de la production de la zone non-OPEP, le déficit de production engendré par l'accord de l'OPEP s'est accompagné d'une baisse marquée des stocks mondiaux. La demande devrait encore progresser en 2000, à un rythme de 2,4%. L'augmentation de la production de la seule zone non-OPEP prévue en 2000 (+1,8%) ne permettrait pas d'y répondre.

Des dissensions sont apparues au sein de l'OPEP sur l'opportunité d'un élargissement de ses quotas. Certains pays membres (Koweït, Algérie, Libye) considèrent ne pas avoir encore rattrapé le manque à

(1) Si on exclut le pic à 35\$ le baril au quatrième trimestre 1990 à la suite de la guerre du golfe.

## PRIX DU PÉTROLE

	Niveaux trimestriels							Niveaux annuels		
	1998		1999				2000	1997	1998	1999
	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>e</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>e</sup> S.			
Dollar en francs	5,9	5,6	5,9	6,2	6,3	6,3	6,5	5,8	5,7	6,2
<b>PÉTROLE</b>										
Baril de "BRENT DATÉ" en dollars	12,4	11,2	11,3	15,4	20,8	24,0	24,0	19,1	11,8	17,9
Tonne importée en francs	521	473	468	677	921	1099	1146	830	497	791

■ Préviation

gagner supporté lors de la précédente chute des cours en 1997 et 1998. Ces états veulent en outre se garder d'une action prématurée : le deuxième trimestre est la période de plus faible demande, et la dernière augmentation à contre temps des quotas en 1997 avait contribué au plongeon des cours du pétrole jusqu'au début de l'année 1999. A contrario, l'Arabie Saoudite et le Vénézuéla, les deux principaux pays exportateurs du cartel, estiment qu'une augmentation graduelle de la production n'engendrerait pas une chute brutale des cours, compte tenu de l'accélération attendue de la demande et du faible niveau des stocks, au plus bas depuis 10 ans.

De ce fait, un assouplissement graduel des quotas pourrait intervenir à partir du début du second trimestre de l'année 2000. Dans cette hypothèse, les cours du Brent pourraient se situer en deçà de 25\$ à la fin de l'année 2000.

### Forte remontée des matières premières industrielles au cours de l'année 2000

Le prix des matières premières remonte depuis le second trimestre de 1999 après une chute initiée à la mi-1997 (-30% en devises entre mai 1997 et février 1999) en raison de l'existence de surcapacités de production et d'un défaut de demande causée par la crise des pays émergents. La reprise depuis la mi-1999 permet la poursuite de la remontée du prix des matières premières industrielles.

Le prix des matières industrielles se redresse plus sensiblement que celui de l'ensemble des matières premières en raison de la forte hausse du prix des **matières minérales** depuis le début de l'année 1999. Cette dernière tient au redémarrage des économies asiatiques, ces pays absorbant environ un tiers de la demande de métaux. Ce mouvement devrait se poursuivre au même rythme durant l'année 2000 (soit

environ +25%) en raison de l'accélération de la demande industrielle mondiale. Certains achats spéculatifs contribueraient à accroître ce phénomène. Les cours de l'aluminium enregistrent de surcroît les effets d'une rupture partielle d'approvisionnement en alumine, composé à la base du raffinage, conséquence de la mise hors service d'une des plus importantes unités de production. En revanche, les cours du nickel pourraient baisser sensiblement dans le courant de l'année 2000 dès que le nouveau procédé d'obtention de ce métal (high pressure acid leach), à bas coûts de production, se sera avéré utilisable à grande échelle, notamment en Australie.

Le prix des **matières agro-industrielles** s'est apprécié plus modérément depuis le début de l'année 1999. La hausse devrait être plus forte au début de l'année 2000, avec le retour des fonds d'investissement sur ce marché. 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 forte hausse du prix du caoutchouc naturel est attendue cette année. Celle-ci serait due au resserrement de la production opéré en 1999 et à la reprise de la consommation. En 1999, la consommation a en effet accéléré, tandis qu'une partie des petits producteurs a préféré ne pas récolter, compte tenu du prix très bas du caoutchouc naturel. En outre, cette matière première est rendue plus compétitive par le prix élevé du pétrole. 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. Malgré l'abondante récolte attendue cette saison qui équilibrerait la consommation également en hausse, le prix du coton devrait sensiblement augmenter en raison de mouvements spéculatifs. Au total, une remontée d'au moins 15% en dollars du prix des matières industrielles est attendue en 2000.

Le prix des **matières alimentaires** remonte depuis la mi-1999, après avoir sensiblement reculé depuis le printemps 1997. Cette hausse est liée aux conditions climatiques défavorables qui ont affecté ponctuellement les récoltes de soja et de café dans certaines régions. La hausse enregistrée en 1999 du prix des matières alimentaires ne devrait pas se prolonger et le prix devrait faiblement évoluer en 2000. Les récoltes de ces denrées, très importantes du fait de l'extension des surfaces cultivées et de l'amélioration des rendements, devraient en effet permettre de faire face à la demande. ■

#### PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

Indice en devises base 100=1990	Variations annuelles en %		Glissements annuels en %	
	1998	1999	1998	1999
<b>Ensemble</b>	<b>-16,4</b>	<b>-6,8</b>	<b>-17,1</b>	<b>8,7</b>
<b>Alimentaires</b>	<b>-18,4</b>	<b>-20,1</b>	<b>-21,0</b>	<b>-11,9</b>
- Denrées tropicales	-8,4	-23,8	-16,3	-16,1
- Oléagineux	-29,6	-15,7	-26,3	-6,9
<b>Industrielles</b>	<b>-15,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>-15,5</b>	<b>17,3</b>
- Minérales	-16,1	-0,5	-13,2	19,1
- Agro-industrielles	-14,7	-2,7	-19,8	13,9

# Échanges extérieurs

Après avoir subi les effets de la crise des pays émergents, les échanges commerciaux se sont nettement intensifiés. Les exportations se sont redressées à partir du deuxième trimestre de 1999. Elles ont progressé sur le reste de l'année à un rythme annualisé supérieur à 10%, notamment grâce à un troisième trimestre exceptionnel. Cette amélioration résulte du rebond de la demande mondiale et des gains de compétitivité de l'euro, qui s'est déprécié de 12,5% face au dollar depuis le début de 1999. Au premier semestre de l'année 2000, le rythme de progression des exportations devrait légèrement s'infléchir, en ligne avec une demande mondiale un peu moins dynamique.

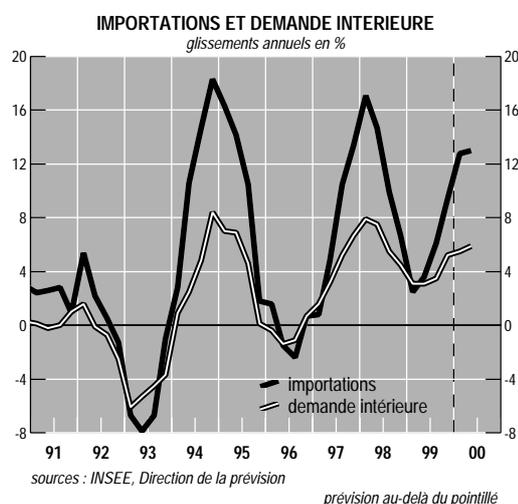
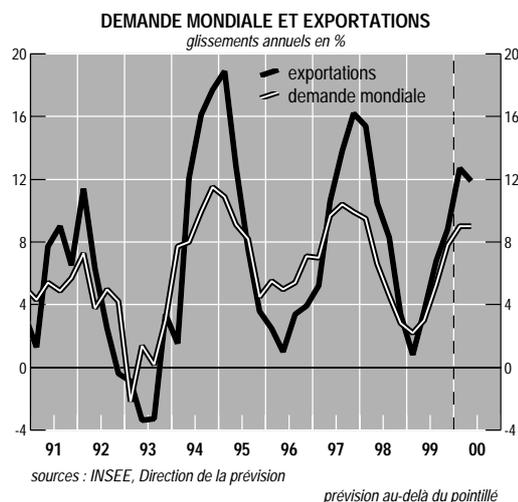
Les importations ont vu leur rythme de croissance augmenter continûment grâce à la robustesse de l'activité domestique et au fort rebond industriel. Elles ont ainsi crû à un rythme annualisé proche de 10% depuis le printemps 1999. Leur rythme de progression devrait se stabiliser au début 2000, la demande intérieure n'accélégrant plus.

Après avoir contribué au redressement de la croissance en 1999, les échanges extérieurs devraient ainsi prendre une orientation plus neutre en début d'année 2000. L'excédent commercial se stabiliserait, après avoir légèrement reculé en 1999 sous l'effet de l'alourdissement de la facture énergétique.

## Rebond des exportations au second semestre

Les exportations de biens ont enregistré une croissance de 13% en rythme annuel au second semestre de 1999, après un premier semestre plutôt atone à 5%. Ce rebond des exportations, perceptible dès le deuxième trimestre, a résulté de la reprise du commerce mondial et de l'amélioration de la compétitivité liée à la faiblesse de l'euro.

La bonne performance enregistrée au troisième trimestre (+5,1%) est principalement le fait du secteur des biens manufacturés, avec de très fortes hausses des exportations de biens d'équipement, d'automobiles et de biens intermédiaires. Ce résultat exceptionnel a fait l'objet d'une correction au quatrième trimestre. La hausse des exportations manufacturières s'est établie à +1,0% avec de faibles résultats dans l'automobile et une baisse dans les



biens d'équipement. Sur l'ensemble du semestre, les exportations manufacturées progressent néanmoins à un rythme exceptionnel, de l'ordre de 12%.

Les exportations devraient rester dynamiques au premier semestre de 2000 sur une pente de l'ordre de 10%, en ligne avec le léger infléchissement de la demande mondiale et l'affaiblissement progressif des gains de compétitivité.

## Hausse continue des importations au second semestre

Les importations ont commencé à se redresser au second trimestre de 1999 pour rester ensuite extrêmement dynamiques. Cette forte croissance des importations est liée à la reprise de la demande intérieure, conséquence de la vigueur de l'investissement en France et de la progression continue de la consommation. Parallèlement, la hausse des exportations, entraînant une forte demande de produits nécessaires à leur production, a contribué elle aussi au dynamisme des importations. La forte hausse des importations concerne principalement les produits manufacturés qui progressent à un rythme de plus de 14% sur le second semestre de 1999, et plus particulièrement des biens intermédiaires. Les importations de biens de consommation et d'automobiles sont elles aussi dynamiques.

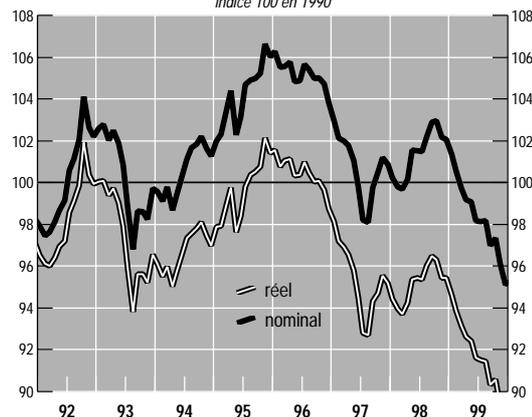
Les importations devraient continuer de croître à un rythme soutenu au cours du premier semestre de 2000, en raison de la forte croissance de la demande intérieure.

## Redressement des prix des échanges

Les prix à l'exportation se sont redressés au cours de l'année 1999 à la faveur de la reprise industrielle européenne. Ils progressent sur une pente proche de 1,2% l'an depuis le second trimestre en lien avec l'accélération des prix industriels. La progression des prix d'exportation reste néanmoins modérée au regard de la vigueur de la demande mondiale et de l'augmentation des coûts de l'énergie. Le contexte international reste en effet très concurrentiel, particulièrement dans l'industrie, et la modération des coûts salariaux permet de profiter pleinement des gains de compétitivité liés à la dépréciation de l'euro.

Dans un contexte inflationniste qui reste très modéré, les prix d'exportation devraient conserver le rythme de progression qui prévaut depuis le second trimestre (+0,3% de croissance trimestrielle). Ce rythme pourrait néanmoins être un peu plus dynamique si les exportateurs utilisaient une partie des gains de compétitivité consécutifs à la dépréciation de l'euro pour augmenter leurs marges.

TAUX DE CHANGE EFFECTIF DU FRANC  
indice 100 en 1990



Les prix des importations se sont pour leur part fortement renchérissés depuis le second trimestre sous l'effet des très fortes augmentations du prix du pétrole. Cet effet a été amplifié par la dépréciation continue de l'euro au cours de l'année 1999. Avec l'arrêt de la hausse du prix du pétrole, les prix des importations devraient retrouver une progression plus modérée au cours de l'année 2000, proche de 1,5% par an.

## Stabilisation de l'excédent agro-alimentaire en 1999

Grâce à un bon second semestre, l'excédent agro-alimentaire s'est stabilisé au cours de l'année 1999 (63 milliards après 60 milliards en 1998).

Au premier semestre de 1999, les exportations ont été freinées par la faiblesse de la demande en provenance des pays émergents. Les ventes de viande de volaille et de porcs à destination de la Russie se sont effondrées. Par ailleurs, les exportations ont été affectées par une forte baisse des prix, le ralentissement des demandes asiatique et russe ayant conduit à une compétition plus âpre.

## SOLDE COMMERCIAL

(en milliards de francs)

	Niveaux semestriels (CVS)					Niveaux annuels		
	1998		1999		2000	1997	1998	1999
	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	30,90	28,71	28,68	34,37	32,98	66,07	59,60	63,05
Énergie	-34,03	-28,29	-32,53	-44,87	-47,12	-88,35	-62,32	-77,40
Manufacturés <sup>(1)</sup>	49,14	45,33	35,30	47,71	36,59	134,29	94,47	83,02
<b>Total Caf / Fab</b>	<b>46,01</b>	<b>45,75</b>	<b>31,45</b>	<b>37,21</b>	<b>22,45</b>	<b>112,01</b>	<b>91,76</b>	<b>68,67</b>
<b>Total Fab / Fab <sup>(2)</sup></b>	<b>71,75</b>	<b>71,40</b>	<b>57,27</b>	<b>65,07</b>	<b>52,09</b>	<b>164,21</b>	<b>143,15</b>	<b>122,34</b>

■ Prévission

(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

Les exportations de produits agricoles ont connu une très forte croissance au troisième trimestre de 1999 avec une demande internationale très forte en champagne, eaux de vie et eaux naturelles. Ainsi, à l'approche de l'an 2000, les ventes de champagne aux États-Unis et au Royaume-Uni ont progressé très vigoureusement ainsi que les ventes de cognac à destination du Japon. A la fin de l'année 1999, les ventes de viande porcine (à destination de la Russie et du Japon), bovine (vers l'Allemagne et la Grèce) et ovine se sont redressées.

## Alourdissement de la facture énergétique

La facture énergétique s'est alourdie en 1999, le solde des échanges extérieurs sur le poste énergie passant de -60,8 milliards de francs en 1998 à -75,5 milliards de francs en 1999 (caf-fab).

Cette dégradation est essentiellement due au renchérissement du prix du pétrole, que n'a pu compenser le dynamisme des exportations de produits raffinés et d'électricité en 1999. Les importations en valeur de pétrole brut et d'hydrocarbures ont ainsi progressé de 20,6% en 1999. Au cours du premier trimestre de

2000 la facture énergétique devrait se stabiliser, une baisse graduelle du prix du pétrole étant attendue au second trimestre.

## Dégradation du solde des transactions courantes en 1999

En 1999, le solde des transactions courantes a baissé de 23 milliards de francs par rapport à l'année précédente, s'établissant aux alentours de 213 milliards. Ce repli résulte d'une dégradation du solde des revenus et du solde commercial. Le solde des services a enregistré en 1999 une légère hausse tandis que le déficit du solde des transferts courants est resté stable. Au premier semestre de 2000, le solde des transactions courantes devrait se stabiliser par rapport au premier semestre de l'année précédente.

En 1999, le solde des services s'est établi à 120 milliards de francs, ce qui représente une progression de 10 milliards de francs par rapport à l'année 1998. Cette hausse est attribuable au solde touristique qui a augmenté de 12 milliards de francs. Les recettes touristiques ont enregistré de très fortes hausses sur les trois premiers trimestres de 1999. Elles ont pro-

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

(en volume, évolution en %)

1997	1998	1999	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.	2 <sup>nd</sup> S.
6,0	5,3	4,2	9 pays OCDE (65%) <sup>(1)</sup>	3,4	0,8	2,7	2,9	2,5
4,9	4,4	3,1	dont : UE à 6 (56%) <sup>(2)</sup>	2,6	0,5	2,0	2,3	2,0
2,3	-0,1	0,0	Hors OCDE (23%)	-1,3	-0,9	0,2	1,3	1,0
<b>9,7</b>	<b>5,9</b>	<b>4,9</b>	<b>Total (100%)</b>	<b>2,8</b>	<b>0,3</b>	<b>3,1</b>	<b>4,7</b>	<b>4,0</b>

■ Préviation

(1) Allemagne, Royaume-Uni, Italie, Belgique, Pays-Bas, États-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 Préviation

## BALANCE DES TRANSACTIONS COURANTES

(soldes bruts en milliards de francs)

	Niveaux semestriels					Niveaux annuels		
	1998		1999		2000	1997	1998	1999
	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</b> <sup>(1)</sup>	74	80	66	75	64	164	154	141
<b>SERVICES</b> <sup>(2)</sup>	50	60	53	67	58	106	110	120
- liés aux échanges extérieurs	14	18	10	19	12	35	32	29
- liés aux échanges de technologie	6	6	6	5	6	10	12	11
- voyages	33	39	39	45	42	67	72	84
- autres services	-3	-3	-2	-2	-2	-6	-6	-4
<b>REVENUS</b>	6	23	0	8	5	19	29	8
<b>TRANSFERTS COURANTS</b>	-19	-38	-13	-43	-22	-56	-56	-56
<b>TRANSACTIONS COURANTES</b>	<b>111</b>	<b>125</b>	<b>106</b>	<b>107</b>	<b>105</b>	<b>234</b>	<b>236</b>	<b>213</b>

■ Préviation

(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

gressé de 15 milliards de francs sur l'année 1999. En revanche, les dépenses des français à l'étranger sont restées quasiment stables par rapport à l'année précédente. Le solde des services liés aux échanges extérieurs a enregistré une légère baisse en 1999, tandis que celui des services liés aux échanges de technologie s'est maintenu. Au premier semestre de 2000, le solde des services continuerait de progresser, soutenu par une bonne orientation du solde touristique.

Après avoir connu un niveau exceptionnellement élevé en 1998, le solde des revenus s'est replié de 21 milliards de francs. Cette dégradation s'explique

essentiellement par la forte diminution des intérêts perçus par les résidents au titre des "autres investissements". Au premier semestre de 2000, le solde des revenus s'améliorerait légèrement par rapport au premier semestre de 1999 en raison d'une hausse des recettes des intérêts perçus par les résidents.

Enfin, en 1999, le déficit du solde des transferts courants s'est à nouveau établi à 56 milliards de francs. Il devrait s'accroître en 2000 en raison d'une augmentation des prélèvements sur les recettes de l'Etat au profit du budget des communautés européennes. ■