

revue de Rexecode



n° 69

4eme  
trimestre  
2000

Editorial

*Faux consensus  
sur la croissance 2001*

Perspectives économiques  
2000-2001

Présentation générale

*Le ralentissement  
devrait rester modéré*

Perspectives des principaux pays

*Prévisions pour neuf grands  
pays*

Un modèle d'équilibre dynamique  
du marché des bureaux  
en Ile-de-France

*Un outil d'analyse  
du marché des bureaux  
en Ile-de-France*

Rexecode  
Centre de Recherches  
pour l'Expansion  
de l'Economie  
et le Développement  
des Entreprises

# revue de Rexecode

---

Le Comité d'Orientation des Etudes  
réunit des économistes des institutions associées à Rexecode  
afin d'orienter les programmes d'étude de Rexecode

Pascal Blanqué	Chef du Département Etudes Economiques à la Caisse Nationale du Crédit Agricole
Vincent Romay	Directeur des Etudes et du développement à Paris-Bourses SA
Michel Didier	Directeur de Rexecode
Michel Gensollen	Chef du Service des Etudes Economiques à la Direction du Plan et de la Stratégie de France Telecom
Jean-Eudes Moncomble	Chef du Département Economie d'Electricité de France
Gérard de Lavernée	Directeur adjoint chargé des études économiques et de la conjoncture Mouvement des Entreprises de France
Alain Sanglerat	Chef du Service Economique de Gaz de France à la délégation à la stratégie et à la gestion
Henry Savajol	Directeur à la Direction des Etudes au Crédit d'Equipement des Petites et Moyennes Entreprises
Jean-Pierre Gondran	Secrétaire Général du Groupe des Fédérations Industrielles



Revue de Rexecode • Quatre numéros par an  
Editée par Rexervices - 102, avenue des Champs-Élysées - 75008 Paris

Economistes : Michel Didier, Jean-Michel Boussemart, Bruno Cavalier,  
Hugues Chevalier, François Faure, Denis Ferrand,  
Delphine Meddé-Chazel, Michel Martinez, Christophe Pineau  
Edition, secrétariat : Martine Grangé ; Graphiques : Aïcha Brak, Dominique Dalle-Molle.

Copyright : Rexervices





# Sommaire |

## *Editorial*

**Faux consensus sur la croissance 2001 .....1**

**Présentation générale des perspectives .....3**

**Perspectives économiques des principaux pays .....17**

**Un modèle d'équilibre dynamique  
du marché des bureaux en Ile-de-France .....35**





# Editorial

## Faux consensus sur la croissance 2001

*Michel Didier*

Le projet de loi de finances pour 2001 s'appuie sur une prévision de croissance de 3,3 % en 2001 pour l'économie française. Ce taux est exactement égal à la moyenne des prévisions affichées par les différents instituts de conjoncture, un peu au-dessus des 2,9 % retenus dans les perspectives proposées dans le présent numéro de la revue de Rexecode. Cette coïncidence n'est qu'à moitié rassurante. Elle masque en effet des divergences de vues sur les moteurs de la croissance dans les prochains trimestres et elle peut aussi cacher un risque d'erreur collective sur les perspectives de croissance.

### **Peut-on espérer une réaccélération de la croissance ?**

Un point surprenant est que la plupart des conjoncturistes envisagent pour 2001 un taux de croissance presque identique à celui de l'année 2000. Or, la tendance était au premier semestre plus proche de 2,5 % que de 3 %. D'où viendra la réaccélération à un moment où la visibilité tend plutôt à diminuer, et alors que les chocs pétroliers ont été dans le passé suivis d'un recul du taux de croissance de l'ordre de

plusieurs points. Pour retrouver en 2001 un taux de 3,0 à 3,5 %, il faudrait une nette réaccélération du rythme de la croissance. Aucun institut n'envisage que cette réaccélération vienne de l'environnement mondial. Tous prévoient en effet un ralentissement des exportations après une année 2000 tout à fait exceptionnelle, la plus forte en termes d'exportations de biens et services depuis 1960 !

### **Divergences de vues sur les salaires**

Une différence entre les prévisions des différents instituts tient aux hypothèses d'évolution salariale. Un premier point de vue (retenu dans les prévisions officielles) est qu'avec la baisse du chômage et les difficultés de recrutement, les hausses salariales vont devenir plus fortes. La prévision officielle affiche ainsi une progression du salaire mensuel de 3,3 % en 2001. Compte tenu du rythme actuel (1,6 % en glissement annuel), il faudrait une forte accélération pour atteindre une telle moyenne. Or, les mêmes prévisionnistes admettent simultanément que le rythme de l'inflation reculerait en 2001. Dans ce cas, il en résulterait effectivement une accélération du

pouvoir d'achat. Mais une accélération des salaires est-elle compatible avec un recul de l'inflation ? Est-elle compatible avec la baisse de la durée du travail et les nouvelles contraintes restrictives imposées le 1er janvier 2001 ? Ne risque-t-elle pas de ramener la France aux errements anciens d'un partage salaire-emploi défavorable à l'emploi ?

### Les 35 heures imposent la modération salariale

Le second point de vue est qu'il n'y aura pas d'inflation, mais qu'il n'y aura pas non plus d'accélération salariale. Deux raisons peuvent être invoquées dans ce sens. La première est qu'on ne constate actuellement de dérive salariale dans aucun pays. La seconde est qu'en France les 35 heures ont déjà conduit à distribuer les gains de productivité en baisse du temps de travail. La vision des salaires est aujourd'hui perturbée par les 35 heures. La réalité, c'est que depuis la création de la zone euro le 1er janvier 1999, le coût de l'heure de travail a augmenté plus en France que dans les autres grands pays de la zone. Les analyses et les bilans relatifs à la durée du travail divergeaient sur les espoirs de créations d'emplois, mais elles convergeaient toutes sur la

nécessité d'une modération salariale durable pour amortir le surcoût des 35 heures. Ce qui était vrai hier le demeure aujourd'hui.

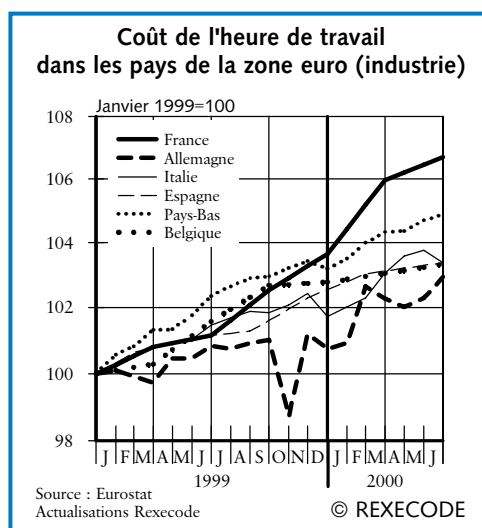
### Un risque d'erreur collective ?

Les chocs pétroliers ont toujours entraîné une période de ralentissement. Après le premier choc pétrolier, l'économie française avait connu une récession. Après celui de 1989 (à peu près la moitié du choc actuel), la croissance française était revenue de 4,3 % en 1989 à 1,1 % en 1991. On peut invoquer la concurrence mondiale ou la nouvelle économie comme facteurs nouveaux susceptibles d'amortir les effets du choc. Mais peut-on écarter complètement l'idée que l'ensemble des économistes sous-estime actuellement l'impact de la hausse du prix du pétrole, et surestime en contrepartie les perspectives de croissance comme ils les avaient surestimées lors de chacun des chocs précédents ?

### Pour une méthode budgétaire adaptée à l'incertitude

Dans un précédent numéro de cette revue (n° 61, 4ème trim. 1998), nous avons suggéré une méthode budgétaire qui tienne mieux compte des incertitudes de l'économie actuelle. Il était proposé de calculer le budget sur une hypothèse de croissance moyenne puis de laisser en cours d'année les recettes et le déficit s'adapter à la conjoncture. Une telle méthode aurait évité l'an dernier les hésitations de la « cagnotte ». Elle pourrait encore permettre l'année prochaine d'éviter, en cas de trou d'air économique un peu profond, la mauvaise surprise d'une cagnotte négative. Elle reste donc d'actualité. ■

Depuis la création de l'euro, le coût de l'heure de travail a augmenté plus rapidement en France que dans les autres pays de la zone euro





# Présentation générale des perspectives

Depuis nos premières perspectives pour 2001 établies il y a dix-huit mois, les prévisions de croissance et d'inflation ont été en règle générale révisées à la hausse.

## **Une forte hausse du prix du pétrole**

Le prix du pétrole était déjà à 25 dollars le baril il y a dix-huit mois. Nous attendions qu'il baisse. En fait, il s'est encore élevé en 1999 et 2000. Nos prévisions d'inflation ont dû être révisées en hausse. Au stade actuel, les révisions opérées ne traduisent cependant guère plus que l'impact mécanique des hausses du pétrole. Il n'y a pas eu d'effet de contagion sur les salaires et les revenus nominaux et les marchés financiers ne semblent pas anticiper l'entrée des économies développées dans un mécanisme inflationniste. Depuis dix-huit mois, nos prévisions de taux d'intérêt à dix ans ont ainsi été confirmées de trimestre en trimestre ou ont même dû être légèrement révisées en baisse. Enfin, l'envolée des cours de bourse du début 2000 a fait place à la stabilité, voire à un recul après la correction au printemps sur les valeurs technologiques.

Ces observations nous conduisent à écarter une nouvelle fois l'hypothèse d'un emballement inflationniste de la croissance mondiale. Cependant, compte tenu du rebond des prix dû à la hausse du pétrole et du prélèvement de pouvoir d'achat que celle-ci entraîne sur les pays consommateurs nets d'énergie, nous inscrivons un ralentissement plus accentué de la croissance mondiale (0,8 point de croissance dans nos perspectives) entre 2000 et 2001.

## **Ralentissement, sans renversement, de la conjoncture**

La croissance serait un peu moins soutenue dans les pays émergents en 2001. Elle reviendrait avant la fin 2000 à moins de 3 % l'an aux Etats-Unis comme en Europe. Dans ce contexte de ralentissement, nous supposons que le prix du pétrole s'orientera progressivement vers sa moyenne de la décennie passée (nous retenons 25 dollars le baril en moyenne en 2001). La croissance mondiale un peu moins soutenue et la baisse du prix du pétrole permettraient à l'inflation de se tasser d'ici à la fin 2001. Enfin les taux d'intérêt à long

## Les chiffres clés de nos perspectives

	1998	1999	2000	2001
<b>1 - Croissance du volume du PIB</b>				
Monde	2,4	3,3	4,8	4,0
Ensemble de la zone OCDE	2,7	2,8	4,1	2,9
dont : Etats-Unis	4,4	4,2	5,2	3,0
Japon	-2,5	0,3	1,8	2,0
Union européenne	2,7	2,4	3,4	2,9
dont : Allemagne	1,8	1,4	3,2	3,0
France	3,2	2,9	3,4	2,9
Royaume-Uni	2,6	2,1	2,9	2,4
Italie	1,5	1,4	3,0	2,6
Espagne	4,0	3,7	4,0	3,3
Pays hors OCDE	1,9	4,0	5,8	5,6
<b>2 - Marchés mondiaux</b>				
		<b>Variations en %</b>		
Commerce mondial (en volume)	4,6	6,5	11,6	8,2
Importations de l'OCDE	8,0	7,3	11,3	7,8
Importations des pays hors OCDE	-3,9	4,4	12,5	9,3
Prix du pétrole (\$/baril de Brent)*	12,8	17,8	28,2	25,0
Prix des matières premières** en \$	-17,2	-10,8	4,9	0,5
"    "    "    en euro	-16,0	-6,3	17,9	-4,8
<b>3 - Taux de change</b>				
		<b>Moyenne sur la période</b>		
1 \$ = ...euro	0,89	0,94	1,06	1,00
= ...DM***	1,76	1,84	2,08	1,96
= ...yens	131	114	107	108
= ...F.F.***	5,9	6,2	7,0	6,6
1 DM = ...yens***	74,3	62,0	51,6	55,2
1 £ = ...F.F.***	9,8	10,0	10,6	9,5
<b>4 - Taux d'intérêt à 3 mois</b>				
		<b>en %</b>		
Etats-Unis (bons du Trésor)	4,9	4,8	6,1	6,5
Japon (euro-yen)	0,5	0,2	0,3	0,8
Zone Euro (euribor)	3,9	3,0	4,4	5,0
<b>5 - Taux d'intérêt à 10 ans</b>				
		<b>en %</b>		
Etats-Unis	5,3	5,6	6,1	6,0
Japon	1,3	1,7	1,8	2,3
Zone Euro	4,7	4,6	5,5	5,6

\* moyenne sur la période ; \*\* hors énergie ;

\*\*\* taux de change implicites à partir de 1999



terme resteraient stables et les taux à court terme n'enregistreraient plus de hausse significative ni aux Etats-Unis ni en Europe.

### **Expansion préservée, inflation évitée**

L'expansion de l'économie américaine serait de 5,2 % en 2000 et de 3,0 % en 2001. Pour la zone euro, la croissance serait de 3,4 % en 2000 et de 3,0 % en 2001 (après 2,2 % en 1999). Le taux d'inflation (prix à la consommation), qui est monté jusqu'à 2,8 % en moyenne dans la zone euro au troisième trimestre 2000, reviendrait rapidement à moins de 2 % écartant ainsi toute crainte de dérapage inflationniste. La croissance française serait en moyenne annuelle équivalente à la croissance européenne en 2000 (3,4 %). En revanche, elle serait légèrement inférieure à la moyenne de la zone euro en 2001 (2,9 %).

### **Des scénarios moins favorables sont possibles**

A certains égards, la période actuelle rappelle la période 1987-1990. Le taux d'expansion de 4,8 % que nous retenons pour 2000 correspond à un pic de croissance mondiale, très proche du pic de 4,6 % atteint en 1988. Il est utile de rappeler aussi qu'après le pic de 1988, la croissance mondiale était revenue à 3,5 % en 1989, 2,5 % en 1990 et 1,5 % en 1991. Le choc pétrolier actuel est bien supérieur à celui de 1989-1990. Il y a dix ans, la hausse du pétrole avait été d'environ 60 % (en moyenne annuelle). En 1999-2000, elle aura été de 150 %. Inversement, les tensions internes sont aujourd'hui moins fortes, en partie parce que la crise des

pays émergents a évité un emballement de la reprise de 1996-1997, en partie aussi grâce à la nouvelle économie. Il faut être néanmoins attentif dans la période prochaine aux risques d'une contagion des prix et surtout d'un renversement des anticipations de croissance qui pourraient ramener la croissance européenne à moins de 2,5 % en 2001-2002.

### **Pétrole, matières premières**

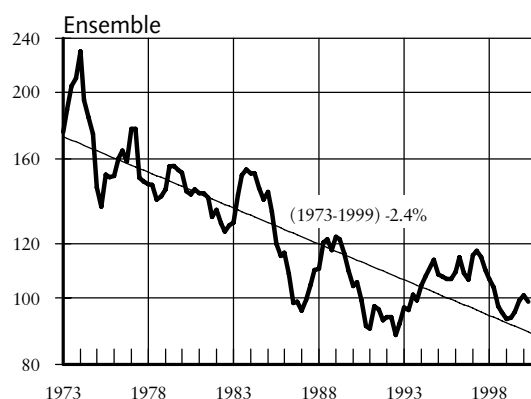
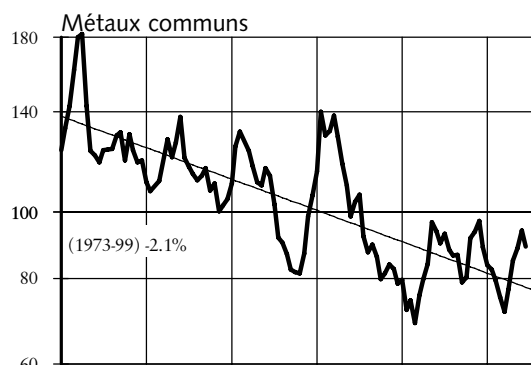
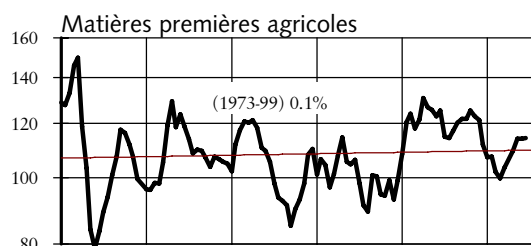
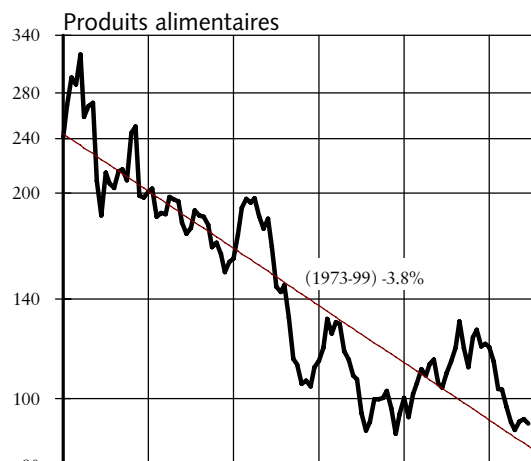
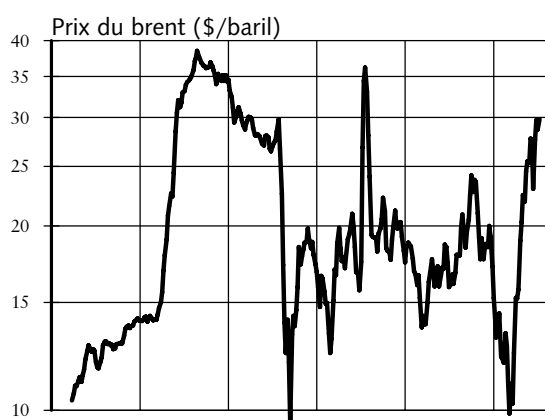
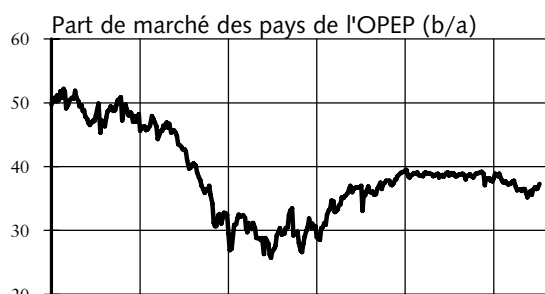
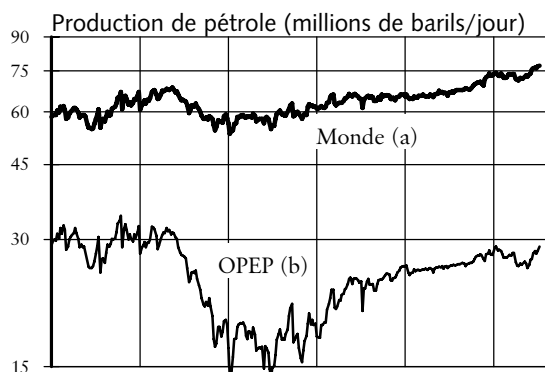
Le prix du pétrole en dollar a été multiplié par trois entre janvier 1999 et septembre 2000. Lors des précédents chocs pétroliers de 1973 et 1979, les prix avaient respectivement été multipliés par quatre et deux et demi sur une période similaire. La hausse récente des cours est due d'une part à une contraction de l'offre opérée par les pays de l'Opep et d'autre part, à la croissance de la demande des pays consommateurs en ligne avec la conjoncture mondiale, notamment aux Etats-Unis. Dans la zone euro, la hausse des cours a été amplifiée par la baisse de la devise européenne face au dollar.

### **Faible progression de l'offre**

Lors de la dernière réunion de l'Opep à Vienne les 10 et 11 septembre, les pays membres de l'Organisation ont prévu une augmentation de la production de brut de 800 000 barils/jour. En réalité, l'augmentation effective ne sera que de 350 000 b/j car selon les derniers chiffres de l'AIE, la production du cartel (hors Irak) ressortait déjà à 25,85 millions de b/j, soit 450 000 b/j de plus que les quotas fixés au mois de juillet.

## Marchés mondiaux des produits de base : tendances longues

Indices des matières premières déflatés par les V.U. à l'export. des produits manufacturés



© REXECODE

L'augmentation effective est donc faible et elle risque de ne pas calmer les marchés à court terme. C'est seulement à moyen terme que l'on peut espérer une production supplémentaire provenant des pays non membres du cartel, donc une baisse durable des cours.

### **La demande de pétrole reste très vigoureuse**

La demande mondiale de pétrole tourne actuellement autour de 75 millions de b/j. Entre 1990 et 2000, elle s'est accrue en moyenne de 1 million de b/j par an (1,5 million entre 1995 et 2000). La consommation est particulièrement soutenue aux Etats-Unis avec une hausse de 2,3 % l'an sur les trois dernières années. Les pays émergents d'Asie ont vu leur demande croître de manière très vigoureuse à 4,8 % l'an en moyenne, en ligne avec le rebond conjoncturel observé dans cette région. En Europe, la progression de la consommation ces trois dernières années n'a atteint en revanche que 0,3 % l'an. Au total, la croissance de la demande mondiale de pétrole ressort à 1,6 % l'an depuis 1998. Compte tenu de cette forte demande et des restrictions opérées au niveau de l'offre, les stocks sont extrêmement bas, en particulier pour les produits raffinés comme l'essence ou le fioul.

### **Baisse des cours à moyen terme**

Bien que les aléas climatiques de l'hiver prochain et les tensions politiques dans le golfe Persique puissent faire rebondir à court terme le cours du pétrole à des niveaux élevés, à moyen terme les prix devraient être orientés à la baisse compte tenu de nos hypothèses.

D'abord le ralentissement simultané de la conjoncture aux Etats-Unis, en Europe et dans les pays émergents asiatiques devrait modérer la croissance de la consommation. D'autre part, de nouvelles capacités de production devraient être disponibles à moyen terme sur le marché favorisant une détente des cours. Certaines inconnues demeurent toutefois, par exemple l'évolution de la demande au Japon en cas de rebond conjoncturel plus marqué que prévu.

### **Stagnation des cours des autres marchés de matières premières**

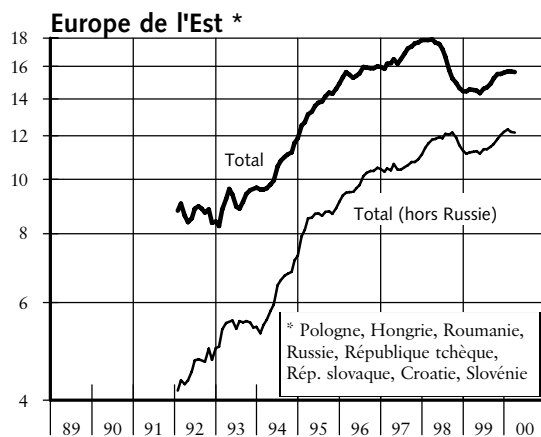
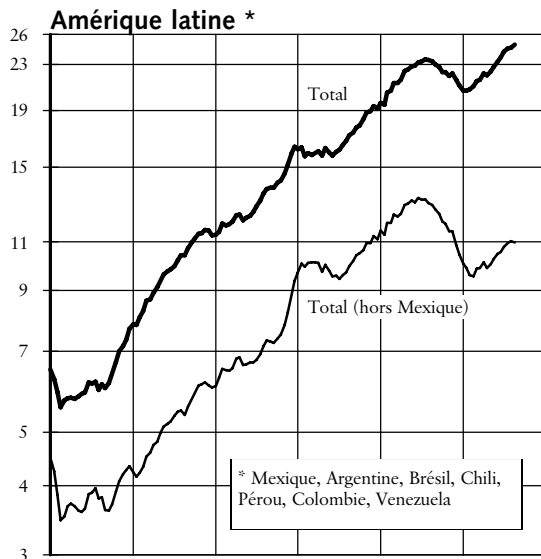
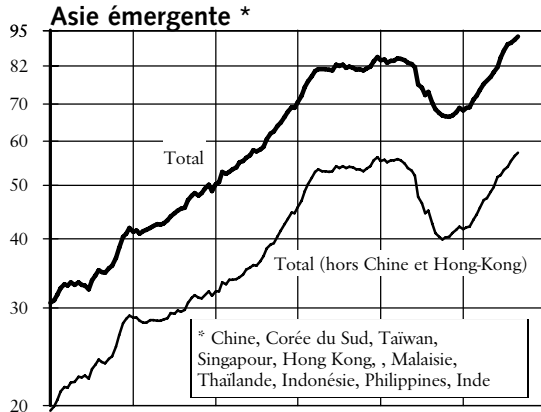
Les prix des autres matières premières (hors pétrole et métaux précieux) sont restés stables depuis le début de l'année. Ils n'ont pas été affectés par la vigueur de la demande mondiale, indiquant que l'offre reste abondante. Les cours des produits alimentaires restent stables depuis le début de l'année (à l'exception notable du sucre). Compte tenu d'une production abondante, les cours ne devraient pas progresser de manière significative hors aléas climatiques. Les matières premières industrielles sont également restées stables et ne devraient pas connaître de rebond important à moyen terme. Enfin, sur le marché des métaux précieux, seuls le palladium et le platine devraient poursuivre leur hausse.

### **Ralentissement des pays émergents**

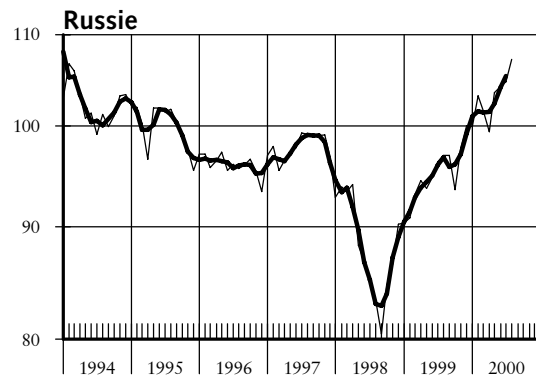
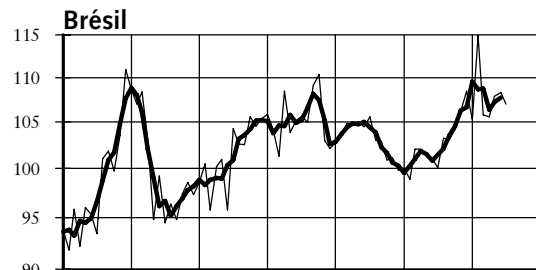
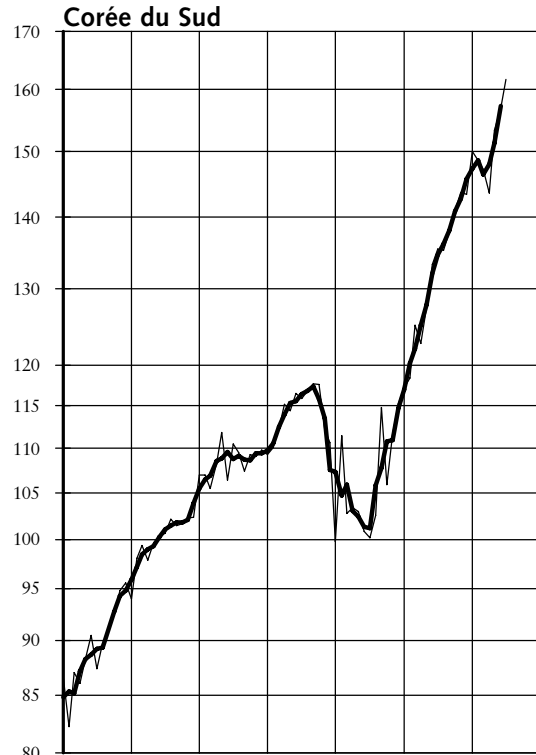
A la mi-2000, la croissance dans les zones émergentes a marqué un ralentissement. Celui-ci pouvait être attendu après la forte accélération de la fin 1999 et du début 2000.

## Pays émergents

**Importations de marchandises**  
(milliards de \$ US - mm3)



**Production industrielle**  
(1995=100)



© REXECODE

Parallèlement, les importations se sont modérées mais restent très dynamiques, affichant une hausse en dollar de 15 % l'an au deuxième trimestre après 30 % au cours des deux trimestres précédents. Jusqu'à présent, la hausse des prix de l'énergie ne semble pas peser sur la demande dans la mesure où les effets de diffusion sur le niveau général des prix apparaissent encore limités (à l'exception des pays d'Europe centrale). Néanmoins, la faiblesse des marchés d'actions notamment asiatiques depuis la fin 1999, traduit des incertitudes sur la solidité de la reprise pour des économies fortement dépendantes de l'environnement extérieur. Le maintien à un haut niveau des prix du pétrole ne peut d'ailleurs que renforcer ces inquiétudes, notamment sur les équilibres internes et externes de certains pays déjà malmenés par la hausse des taux d'intérêt et du dollar américains. Nous envisageons une consolidation de la croissance dans les trois grandes zones. La contribution de leurs importations à la croissance du commerce mondial continuerait ainsi à se modérer.

### Normalisation de la croissance en Asie

En 1999, sous l'effet de politiques monétaires et budgétaires expansionnistes, les économies asiatiques, qui bénéficient par ailleurs de la vigueur de la demande américaine, ont soit rebondi après une récession sévère en 1998 (Corée, Malaisie, Thaïlande, Philippines) soit se sont maintenues sur un rythme de croissance élevé (Chine, Inde, Taiwan). Malgré l'accélération des exportations, les excédents commerciaux ont été divisés par trois, passant de 120 milliards de dollars en rythme

annuel à la fin 1998 à un peu plus de 40 milliards à la mi-2000. Le solde des comptes publics qui, hors Chine et Inde, était encore légèrement excédentaire en 1997 est devenu déficitaire à hauteur de 3,5 % du PIB en 1999. L'alourdissement de la facture pétrolière devrait s'élever à environ 1 point de PIB en 2000 par rapport à 1999 et ne s'allègerait que marginalement en 2001. Aussi, dans l'hypothèse d'un ralentissement sensible des importations américaines à partir du début 2001, la croissance instantanée ne peut-elle que se modérer d'ici dans les prochains trimestres.

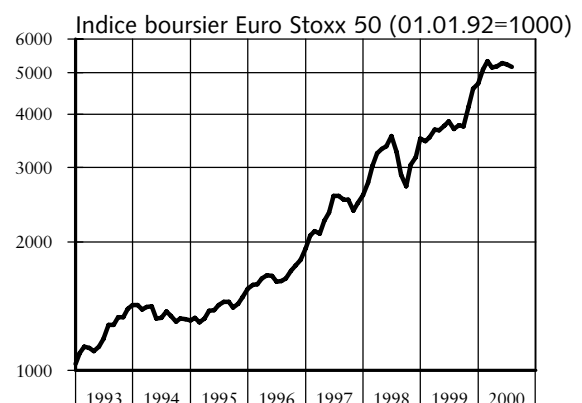
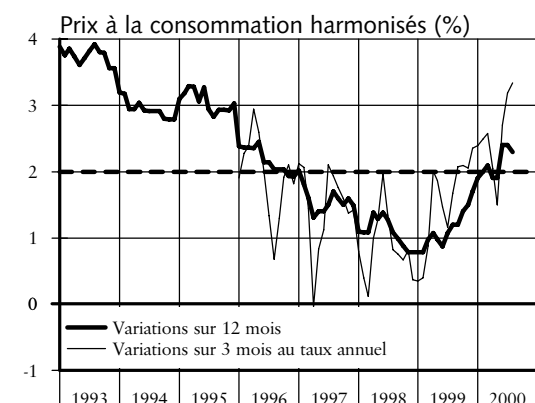
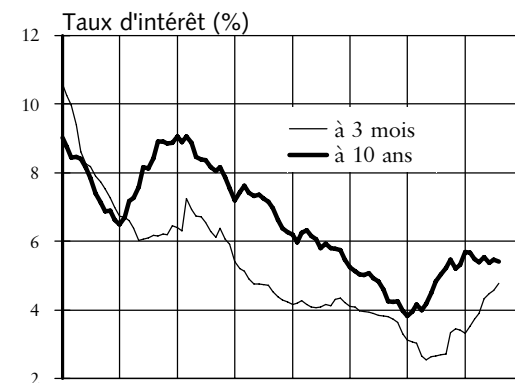
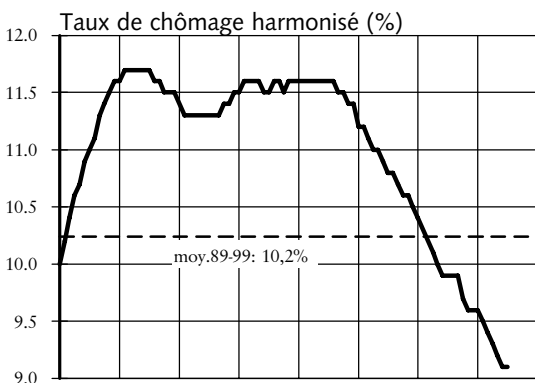
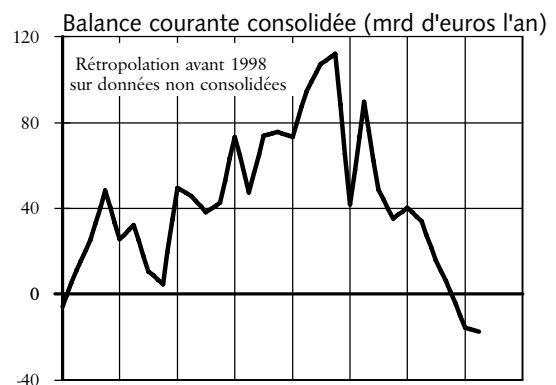
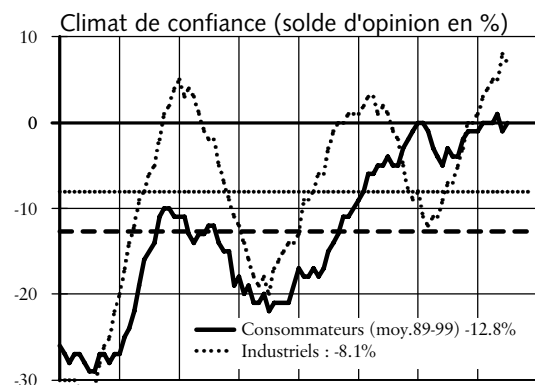
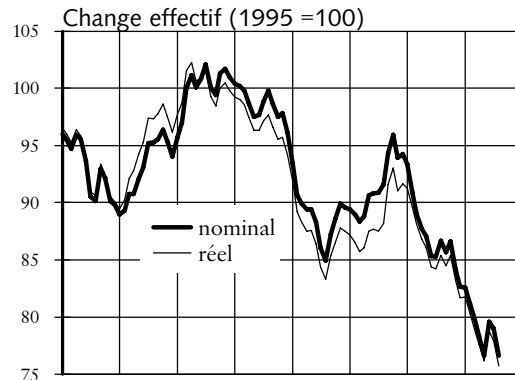
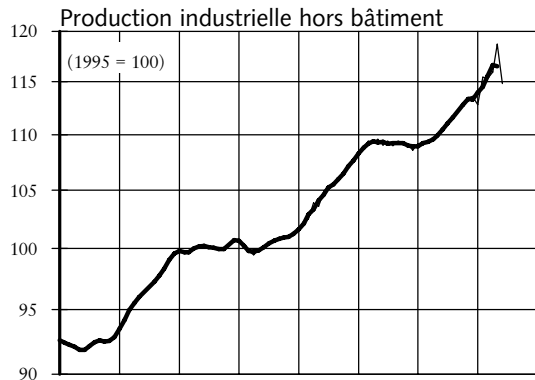
### Pays à risque : l'Argentine et la Pologne

Contrairement à l'Asie, le choc pétrolier devrait être a priori favorable à la croissance de l'ensemble de l'Amérique latine. Cependant, le maintien du régime de change fixe en Argentine ne laisse prévoir qu'une lente sortie de récession pour la deuxième économie de la zone. Le Brésil a certes renoué avec une croissance soutenue sans trop d'inflation, mais les médiocres performances à l'exportation depuis la chute du réal au début 1999 laissent à penser que le ralentissement attendu de la demande étrangère suffirait à lui seul à modérer la croissance.

Les économies des pays émergents ont retrouvé une croissance forte. Ces marchés seraient un peu moins dynamiques en 2001, mais ils resteraient des marchés porteurs

Perspectives des pays émergents			
Variations en %	1999	2000	2001
<b>PIB (en volume)</b>			
Asie émergente	6,0	6,8	6,6
Amérique du sud	-1,4	3,2	3,5
Europe de l'Est	2,4	5,3	4,0
<b>Importations (en volume)</b>			
Asie émergente	10,8	14,9	10,5
Amérique du sud	-11,2	8,6	7,3
Europe de l'Est	-4,9	9,2	7,5

## Indicateurs de la zone euro



© REXECODE

En Europe de l'Est, l'accélération de la croissance russe en 2000 à 7 %, se modérant à 5 % l'année prochaine, conduit à un relèvement sensible de nos perspectives de croissance pour l'ensemble de la zone. En Europe centrale, le durcissement de la politique monétaire en Pologne devrait se traduire par un nouveau ralentissement de la demande intérieure. Pour autant, bien que stabilisés, les déséquilibres extérieurs resteront élevés en raison de la hausse de la facture pétrolière.

### Petit tassement de la croissance européenne

Selon les premières estimations d'Eurostat, le PIB de l'Union européenne a augmenté de 3,7 % sur un an au deuxième trimestre 2000 (3,8 % pour la seule zone euro). En moyenne, la croissance de l'Europe devrait atteindre 3,5 % en 2000, soit la meilleure performance depuis 1989. Depuis la mi-1999, qui marque la fin du « trou d'air » conjoncturel consécutif aux diverses crises financières internationales, l'accélération du rythme d'activité semble achevée. Les enquêtes font désormais apparaître un plafonnement à des niveaux records des indices de confiance des industriels et des ménages.

A l'horizon de nos perspectives, nous envisageons donc une légère inflexion du rythme de croissance qui passerait de 3,5 % l'an environ (valeur constatée depuis deux semestres) à un peu plus de 2,5 % l'an au deuxième semestre 2001. Ce petit tassement ne compromettrait ni le mouvement de repli du chômage, ni la poursuite de l'ajustement budgétaire global.

### Les pressions inflationnistes externes sont contenues

La dérive des prix à la consommation constatée depuis quelques mois est liée en majeure partie à une remontée des prix du pétrole, aggravée en outre par la baisse de la monnaie européenne. Depuis janvier 1999, le cours du baril de Brent exprimé en euro a en effet quadruplé. Malgré le renchérissement des approvisionnements, l'« inflation sous-jacente » reste cependant modeste et il n'y a pas de dérapage des salaires nominaux. En conséquence, la progression des revenus réels ralentit, ce qui tend à modérer la consommation des ménages.

Du fait de l'ampleur du chômage, qui représente encore plus de 8 % de la population active de l'Union européenne, nous n'envisageons pas l'apparition d'une spirale inflationniste entre prix et salaires. Compte tenu de nos hypothèses de reflux des cours du pétrole à compter du printemps prochain et d'affaiblissement du dollar (effet du ralentissement modeste des États-Unis), le durcissement monétaire commencé en Europe à l'automne 1999, et qui prendrait fin au dernier trimestre 2000, doit donc permettre de ramener l'inflation en deçà des cibles affichées par les Banques Centrales (2 % pour la

La normalisation du rythme d'exportation implique à elle seule un tassement de la croissance qui reste modeste dans nos perspectives

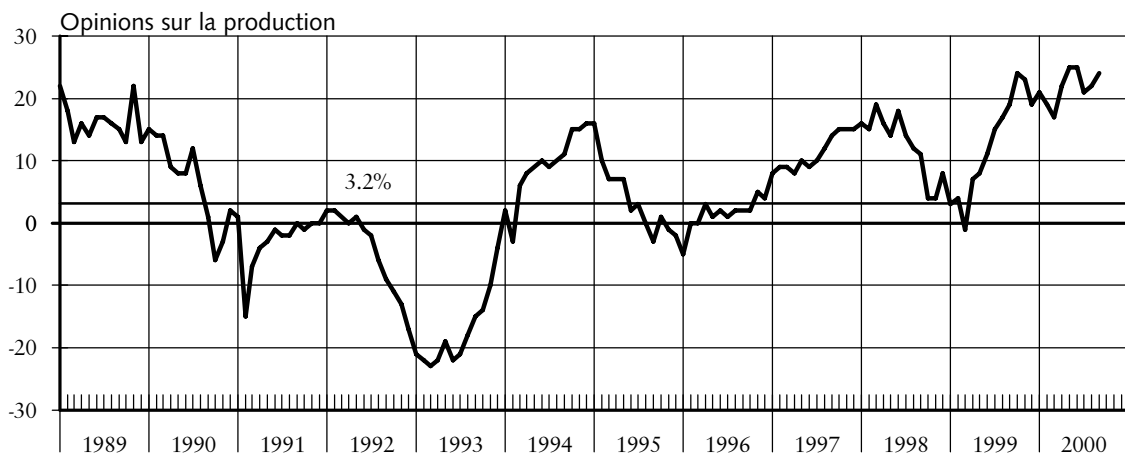
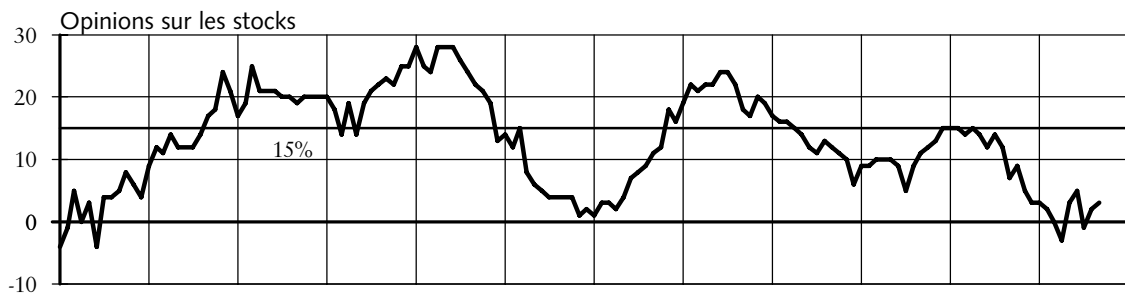
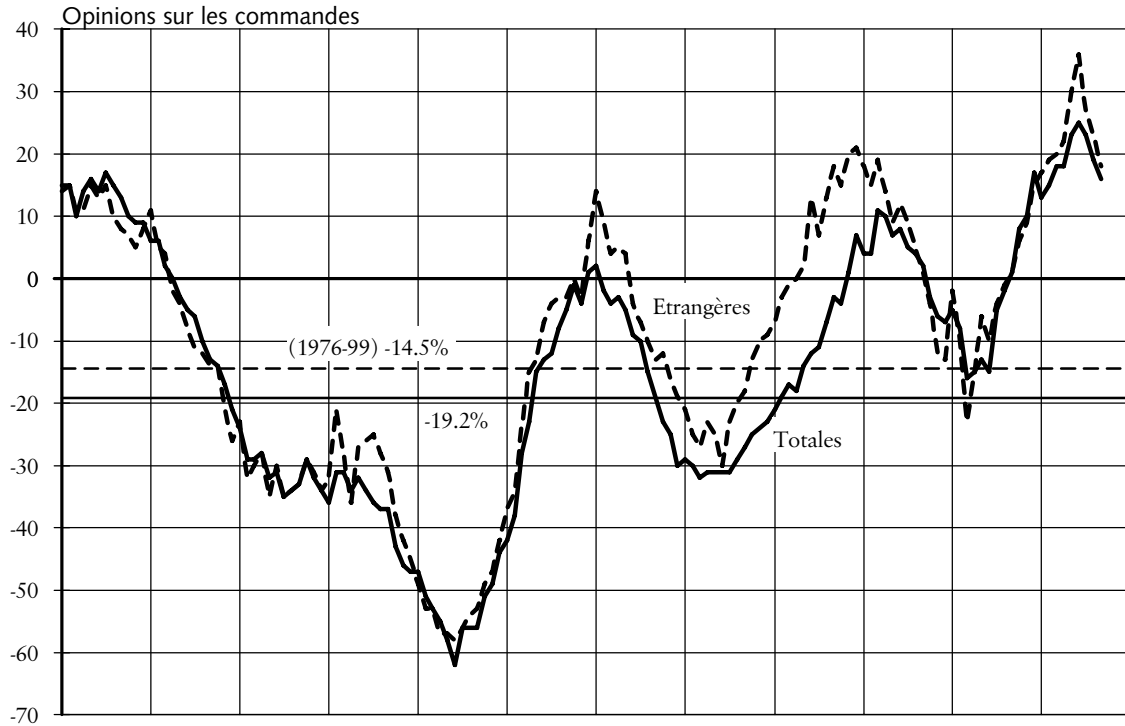
Perspectives de la zone euro			
Variations en %	1999	2000	2001
PIB	2,2	3,4	3,0
Importations	6,1	10,7	8,0
Consommation privée	2,6	2,7	2,6
Investissement total	5,1	4,9	4,4
Exportations	3,9	11,7	8,0
Prix (consommation)	1,2	2,3	2,0

\* Calcul sur six pays (prix de 1995)



## Enquête dans l'industrie française

(solde des réponses en %)



Source : INSEE

© REXECODE



BCE, 2,5 % pour la Banque d'Angleterre). La remontée des taux d'intérêt réels au cours des dix-huit prochains mois aura probablement un effet restrictif sur l'investissement, mais c'est surtout des exportations que viendrait le ralentissement.

### Un commerce extérieur un peu moins dynamique

Depuis sa création, le taux de change de l'euro a pâti du différentiel de croissance et de rémunération à l'avantage des Etats-Unis. Sa baisse a certes permis d'endiguer les pertes de parts de marché de l'Europe et elle a favorisé la reprise conjoncturelle du printemps 1999, mais au vu des niveaux relatifs de prix et de salaires de part et d'autre de l'Atlantique, elle semble désormais un peu excessive. A l'horizon des dix-huit prochains mois, nous la corrigeons quelque peu. Les facteurs fondamentaux seront en effet moins défavorables à l'euro : un ralentissement économique plus marqué des Etats-Unis que de l'Europe, une diminution de l'écart de taux d'intérêt entre les deux zones, un arrêt de l'effritement de l'excédent commercial européen consécutif à la modération de la demande intérieure et à la baisse des prix énergétiques. Nous admettons que l'euro et le dollar reviennent à la parité en 2001.

### Inflexion de la croissance française, jusqu'où ?

Dès nos perspectives de mars dernier, nous envisagions une modération progressive de la croissance française. Un changement du paysage conjoncturel s'est effectivement amorcé au début de l'année

2000. Nous n'accentuons pas cette inflexion mais le risque d'anticipations moins favorables ne doit pas être sous-estimé.

### Une année 1999 meilleure que prévu

En 1999, la croissance française a bien résisté aux effets des crises des pays émergents. La croissance économique a été très proche de 3% pour la deuxième année consécutive, et cela malgré un très net ralentissement des exportations fin 1998 (en moyenne annuelle, la progression en volume est inférieure à 4% en 1999). Les enquêtes de conjoncture du premier semestre 2000 suggéraient un haut niveau d'activité. Néanmoins, les données quantitatives indiquent que la croissance a changé de rythme. La performance française au premier semestre est en définitive plutôt décevante.

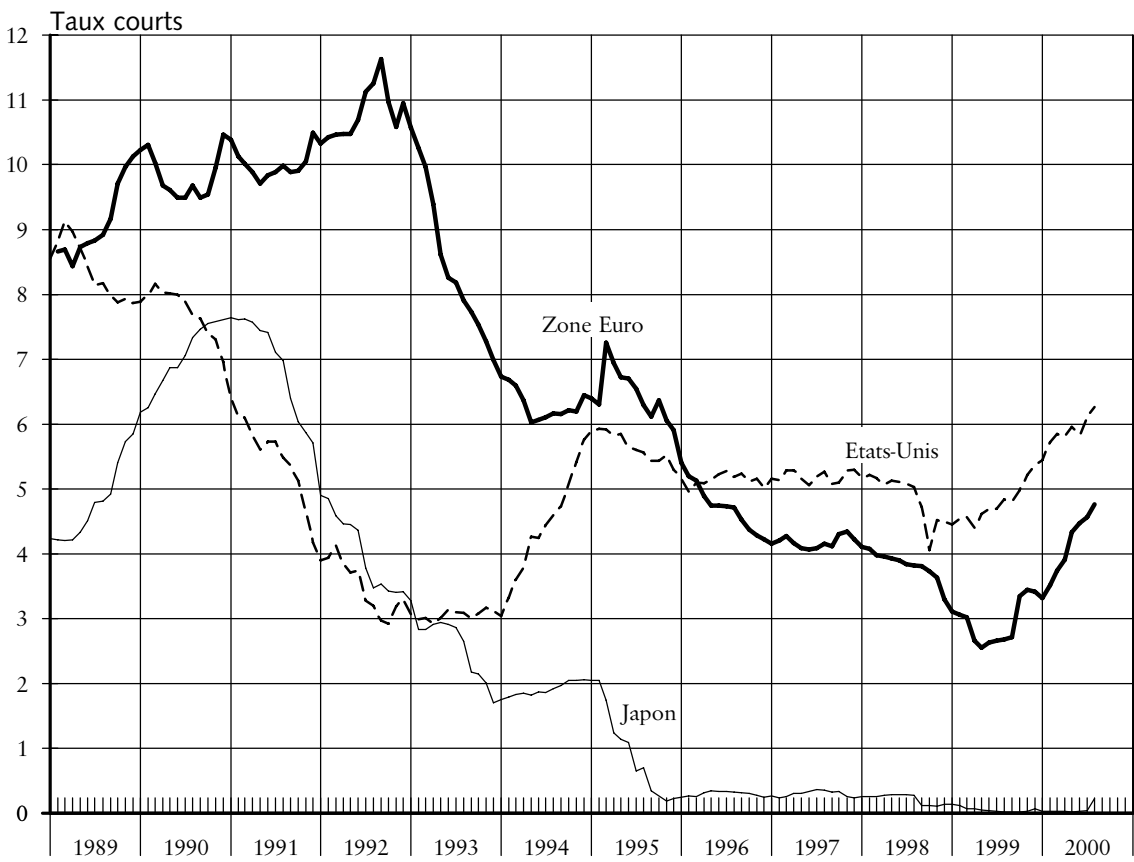
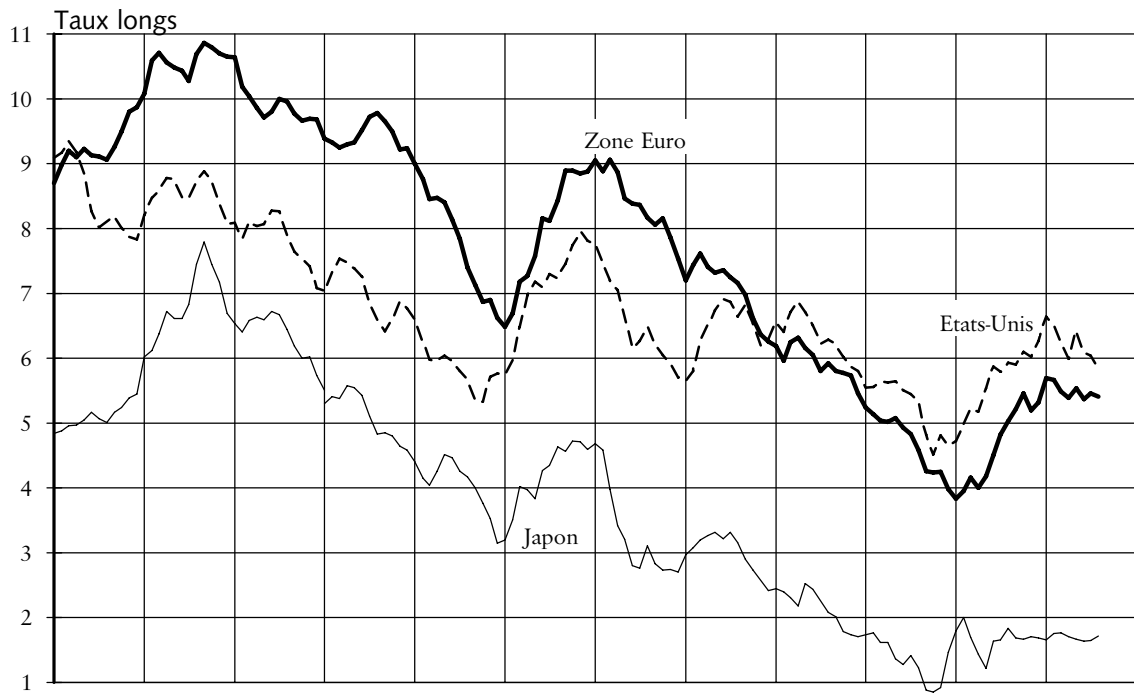
### Des enquêtes encore favorables à la veille de l'été

Dans la construction, les enquêtes révèlent un niveau d'activité élevé. Les carnets de commandes sont gonflés. Le principal problème est que les goulots de production se sont fortement resserrés. Dans le commerce de gros, l'enquête bimestrielle réalisée en juillet ne reflétait plus d'accélération du rythme d'activité sans pour autant annoncer un ralentissement immédiat.

Après une année 2000 exceptionnelle en termes d'exportations, un retour à un rythme un peu plus modéré est très probable. Nous retenons néanmoins une croissance économique proche de 3 % en 2001

Perspectives françaises			
	1999	2000	2001
PIB	2,9	3,4	2,9
Importations	3,8	13,3	8,4
Consommation privée	2,3	2,6	2,5
Investissement total	7,2	6,5	5,0
Exportations	3,8	12,9	8,0

## Taux d'intérêt internes



© REXECODE

Elle révélait aussi une inflexion à la hausse du mouvement des prix industriels à partir d'une tendance, il est vrai, très faible. Dans l'industrie, l'enquête mensuelle de juillet suggère un petit effritement du rythme de la croissance industrielle à partir d'un niveau exceptionnellement élevé. Enfin, selon l'enquête trimestrielle dans les services, la croissance aurait été vigoureuse au deuxième trimestre 2000 après deux trimestres de légère décélération et les prévisions d'activité se maintiennent à un bon niveau.

### Une première inflexion de la tendance au début 2000

Trois données objectives, encore provisoires, suggèrent qu'un ralentissement a déjà eu lieu dès l'hiver dernier. L'indice de la production industrielle plafonne depuis quelques mois. Les créations d'emplois salariés dans le secteur marchand non agricole ont été un peu moins nombreuses au deuxième trimestre 2000. Après deux trimestres de croissance à un rythme proche de 4 % l'an en 1999, les deux premiers trimestres de 2000 affichent selon les comptes nationaux un rythme de croissance économique à peine supérieur à 2,5 %. Enfin, le recul des exportations en juillet semble dépasser un simple aléa.

### Une contrainte d'offre paraît freiner la demande

La hausse des prix du pétrole a commencé à jouer, mais il semble surtout que la capacité physique d'offre a été bridée (voir à ce sujet l'analyse des perspectives françaises, page 23). Le taux d'utilisation des capacités de production est désormais proche du pic de 1990, mais

la principale contrainte vient probablement de la mise en place des 35 heures. Le nombre total d'heures travaillées décroche à la fin 1999-début 2000 en France, ce qui est totalement atypique en période de reprise économique. On sait aussi que les difficultés de recrutement s'accroissent rapidement. La croissance de 2001 résultera de deux forces antagonistes : une force de moyen terme plutôt favorable (l'effet de la nouvelle économie), et une force conjoncturelle orientée vers le ralentissement. Dans ce contexte, il faut s'attendre à un taux de croissance pour 2001 inférieur à celui de l'année 2000.

### Marchés de taux, marchés de change

Après avoir touché un pic au cœur de l'hiver dernier, les rendements des obligations d'Etat se sont détendus aux Etats-Unis au cours de ces sept derniers mois d'environ cent points de base, en dépit de la poursuite du resserrement de la politique monétaire qui a porté les fonds fédéraux jusqu'à 6,5 %. La courbe de taux s'est inversée depuis juillet dernier.

Stabilité attendue des taux d'intérêt et retour de l'euro à la parité avec le dollar

Perspectives des taux d'intérêt et des changes			
	1999	2000	2001
<b>Taux longs (10 ans) en %</b>			
Etats-Unis	5,6	6,1	6,0
Japon	1,7	1,8	2,3
Zone euro	4,6	5,5	5,6
<b>Taux courts (3 mois) en %</b>			
Etats-Unis	4,8	6,1	6,5
Japon	0,2	0,3	0,8
Zone euro	3,0	4,4	5,0
<b>Taux de change</b>			
1 euro = ... \$	1,07	0,94	1,00
1 \$ = ... yens	114	107	108
1 £ = ... \$	1,62	1,52	1,45

En Europe, le mouvement a été analogue aussi bien au Royaume-Uni que dans la zone euro. Dans cette dernière zone, en dépit des nouveaux resserrements monétaires, le taux long moyen à dix ans sur emprunts publics a reflué. Il oscille en dessous de la ligne des 5,5 % depuis le printemps dernier. La courbe de taux s'est fortement aplatie.

Au Japon, après l'abandon de la politique de « taux zéro » par la Banque centrale, le taux long à dix ans s'est tendu pour repasser au-dessus de la ligne des 1,8 % et retrouver son sommet de l'été 1999. La courbe de taux reste nettement pentue.

### **Les taux longs resteraient stables de part et d'autre de l'Atlantique**

S'il n'est pas encore avéré que le Système fédéral de Réserve a fini de resserrer ses taux directeurs, le plus probable est que les taux longs américains à dix ans devraient continuer d'osciller autour de la ligne des 6 %. En effet, l'inflation, malgré le choc pétrolier, devrait rester maîtrisée sous l'effet de l'accélération de la productivité de la main-d'œuvre. Elle bénéficierait l'an prochain du reflux probable des prix du pétrole. Par ailleurs, le repli de la dette publique devrait se poursuivre. ■



# Perspectives économiques des principaux pays

## Etats-Unis

La croissance est encore restée vive au deuxième trimestre. Elle est ressortie au rythme annualisé de 5,3 %. Elle devrait être plus modérée au troisième trimestre d'après les indicateurs connus sur juillet et août. Au-delà, elle continuerait de se ralentir sous l'action du resserrement monétaire opéré depuis plus d'un an et en réaction au prélèvement effectué sur les revenus domestiques par le troisième choc pétrolier.

L'inflation n'accélère pas. Au deuxième trimestre, l'avance des prix du PIB est estimée à 2,6 % l'an et, en août, les prix à la consommation ressortent en hausse de 3,2 % sur un an (2,5 % pour l'indice sous-jacent). Le plus probable est que l'inflation restera sous contrôle grâce fondamentalement à l'accélération de la productivité horaire de la main-d'œuvre qui pèse sur les coûts salariaux par unité produite et subsidiairement au reflux des prix du pétrole que nous projetons au-delà du printemps 2001.

La vigueur de l'expansion au deuxième trimestre a été stimulée par une accélération du gonflement

des stocks et un vif rebond du volume des dépenses publiques. Ces phénomènes n'étant pas récurrents, il est légitime d'anticiper une modération de la demande interne au troisième trimestre d'autant que tout concourt à suggérer que la décélération de la consommation se poursuivrait. D'une part sous l'effet

Un ralentissement  
en douceur de la croissance  
américaine en 2001

Etats-Unis				
	1998	1999	2000	2001
Variations annuelles en %				
PIB	4,4	4,2	5,2	3,0
Demande interne stocks compris	5,6	5,2	6,0	3,4
Demande interne hors stocks	5,4	5,6	6,0	3,6
Consommation privée	4,7	5,3	5,1	2,7
Dépenses publiques	2,1	3,3	3,5	3,6
FBCF totale	11,8	9,2	11,3	6,8
logement	8,3	6,4	0,3	-3,1
productif	13,0	10,1	14,6	9,4
Exportations de biens et services	2,3	2,9	9,2	8,0
Importations de biens et services	11,9	10,7	13,9	8,9
Prix de détail	1,6	2,2	3,3	2,7
Gains horaires*	4,1	3,7	3,7	4,0
Coût salarial horaire*	5,1	4,8	4,8	5,0
Moyenne sur la période				
Taux de chômage en %	4,5	4,2	4,1	4,4
Solde des comptes publics (% PIB)	0,3	1,0	1,8	1,2
Balance courante en milliards \$	-217	-331	-451	-487
en % du PIB	-2,5	-3,6	-4,5	-4,6
Bons du Trésor à 3 mois	4,9	4,8	6,1	6,5
Obligations d'Etat à 10 ans	5,3	5,6	6,1	6,0
1 \$ = ...euro	0,89	0,94	1,06	1,00
1 \$ = ...yens	131	114	107	108
1 £ = ...\$	1,66	1,62	1,52	1,45
*secteur privé non agricole				

du renchérissement des prix des produits pétroliers, les salaires réels ont cessé de progresser. D'autre part, l'emploi se ralentit en relation avec l'accélération de la productivité du travail. Certes, les indices de confiance plafonnent à des niveaux records mais le taux d'épargne, devenu négatif en juillet, ne devrait plus baisser. L'avance du crédit à la consommation reste encore soutenue mais ne s'accélère plus et les taux d'endettement sont à des niveaux records. Enfin, les effets richesses liés au gonflement des plus-values boursières continuent de s'estomper. Le volume des ventes au détail s'est infléchi et le marché automobile s'est retourné.

Les mêmes causes produisant les mêmes effets, l'investissement en logement des ménages devrait se contracter. C'est d'ailleurs ce que suggère le retournement des permis de construire. On sait qu'au regard des fondamentaux de la démographie, le rythme de la construction de ces dernières années a été anormalement élevé et qu'une correction est à opérer. Le processus paraît commencé.

Il est vrai qu'au regard de cette demande des ménages se ralentissant, la demande de biens d'investissement des entreprises demeure encore vigoureuse. La profitabilité du capital productif demeure forte avec l'accélération de la productivité du travail d'une part et la maîtrise de l'inflation salariale d'autre part. C'est d'ailleurs ce facteur qui explique les entrées de capitaux sous forme d'investissements directs aussi abondantes. Par ailleurs, bien qu'il se soit détendu, le taux d'utilisation des capacités de production reste élevé et les entreprises doivent aussi répondre

à une demande extérieure vigoureuse. Cette dernière devrait toutefois se tempérer quelque peu avec le ralentissement de l'activité en Europe et surtout en Asie émergente alors que simultanément la hausse du dollar pèse sur la compétitivité américaine.

Au total, modération des exportations et ralentissement en douceur de la demande des ménages devraient se conjuguer pour ralentir l'investissement productif. On ne peut bien sûr exclure un retournement brutal qui paraît toutefois peu probable.

Sous ces hypothèses, l'économie américaine réaliserait l'atterrissage en douceur attendu qui desserrerait graduellement les tensions sur le marché du travail et permettrait de contenir l'inflation. Le taux d'épargne des ménages se redresserait un peu et le déficit des comptes extérieurs commencerait à se résorber lentement après un pic touché au début de l'exercice prochain. Le Système fédéral de Réserve maintiendrait sa pression sur les taux et les taux longs continueraient d'osciller autour des 6 %.

## Japon

Dans l'esprit, ces perspectives ne sont pas différentes de celles que nous présentions en mars et en juin derniers. Elles restent marquées en effet par les contraintes qui s'exercent sur l'économie japonaise. La correction à la hausse des prévisions de PIB que nous inscrivons intègre seulement la poursuite de l'avance de la FBCF productive et l'impact du plan de relance de décembre 1999. Il ne faudrait pas pour autant en déduire que le Japon a retrouvé un sentier de

croissance auto-entretenu. Pour preuve, le gouvernement a dévoilé ce 21 septembre un nouveau plan de relance au titre de l'année fiscale 2000 de la même veine que les précédents. D'un montant total de 10 000 milliards de yens (2 % du PIB), ce plan prévoit une augmentation directe des dépenses publiques de 4 000 milliards de yens (0,8 % du PIB).

Au deuxième trimestre 2000, le volume du PIB a progressé de 4,2 % l'an grâce à la forte hausse de la FBCF publique. La consommation des ménages, bien qu'ayant ralenti, a enregistré son deuxième trimestre de hausse, et l'investissement productif s'est replié sensiblement après un rebond ayant duré six mois. Au plan externe, les exportations de biens et services ont encore accéléré sur fond de nouvelles baisses de prix, de sorte que pour la première fois depuis un certain nombre d'années, le Japon pourrait bien cesser de perdre des parts de marché. En effet, l'acquis de croissance des exportations pour 2000 ressort déjà à 12,5 % l'an au deuxième trimestre alors que simultanément la croissance de la demande mondiale s'adressant au Japon est estimée à 13,4 %. Mais l'impact de la hausse du prix du pétrole cette année se chiffre à une augmentation de 25 milliards de dollars de la facture énergétique, qui s'élèverait à 67 milliards de dollars (1,5 % du PIB contre 1 % en 1999), si bien que l'excédent commercial pourrait se contracter d'environ 5 % cette année et d'environ 5 % en 2001.

Au deuxième semestre 2000, une correction sensible de la FBCF publique devrait intervenir, tandis que la progression de l'investissement des entreprises et de la consommation des ménages se

poursuivrait, sur un rythme toutefois moins rapide. En 2001, nous ralentissons de nouveau la croissance de la FBCF des entreprises et de la demande des ménages et incluons un plan de relance qui prendrait effet au cours du premier semestre 2001.

Le Japon est le pays où les coûts salariaux dans l'industrie restent les plus élevés au monde (20 % plus chers qu'aux Etats-Unis, 30 % plus chers qu'en Europe), ce qui, dans un contexte de yen ferme, pèse notamment sur les marges des entreprises tournées vers l'exportation. Celles-ci restent donc contraintes de maintenir une politique salariale de rigueur, d'autant qu'elles doivent impérativement opérer un effort de renouvellement et de modernisation de leurs équipements. En dépit du retour des

**Une croissance japonaise soutenue par les plans de relance publique, d'où un déficit budgétaire excessif**

Japon				
	1998	1999	2000	2001
	Variations annuelles en %			
PIB	-2,5	0,3	1,8	2,0
Demande interne stocks compris	-3,2	0,6	1,2	1,6
Demande interne hors stocks	-2,6	0,6	1,0	1,6
Consommation privée	-0,6	1,2	1,9	2,0
Consommation publique	1,5	1,3	0,4	1,2
FBCF totale	-7,5	-0,9	-0,6	1,0
logement	-14,6	1,1	3,7	1,0
productif privé	-7,5	-6,1	3,0	2,0
public	-3,5	9,3	-11,3	-2,3
Exportations de biens et services	-2,5	1,9	13,6	7,9
Importations de biens et services	-7,6	5,3	10,4	6,3
Prix de détail	0,6	-0,3	-0,8	0,0
Gains mensuels (ens. de l'éco.)	-0,9	-4,2	1,1	1,0
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage en %	4,1	4,7	4,7	4,8
Solde des comptes publics (% PIB)	-5,8	-8,3	-8,5	-7,9
Balance courante en milliards \$	121	107	119	112
en % du PIB	3,2	2,5	2,6	2,4
Euro-yen à 3 mois	0,5	0,2	0,3	0,8
Obligations d'Etat à 10 ans	1,3	1,7	1,8	2,3
1 euro = ... yen	146	121	101	108
1 \$ = ... yen	131	114	107	108



profits depuis la fin 1999, l'arbitrage « investissement/rémunération de la main d'œuvre » opéré par les firmes devrait donc continuer de jouer en défaveur des salaires. Ceux-ci augmenteront mais sans exubérance. Rappelons que le Japon affiche le taux d'investissement productif le plus élevé parmi les pays de l'OCDE (16 % du PIB), mais que les secteurs de la nouvelle économie sont en plein développement alors que les surcapacités concernent l'industrie traditionnelle. Celle-ci doit ajuster ces surcapacités qui pèsent sur l'efficacité du capital et nourrissent par ailleurs la déflation (le prix du PIB baisse encore de 2,3 % l'an au deuxième trimestre).

Quant aux ménages, ils devraient continuer de se montrer parcimonieux en raison de la faible croissance de leurs revenus salariaux, et ce malgré le pouvoir d'a-

chat réel qu'ils tirent de la baisse des prix. Bien qu'ils puisent dans leur épargne, ils sont retenus dans leurs dépenses car au centre de leurs préoccupations demeurent l'emploi, variable d'ajustement des restructurations, qui baisse, et la perspective de payer dans un futur prochain plus d'impôts étant donné l'endettement colossal des administrations publiques (123 % du PIB en 2001) et les difficultés croissantes du financement des retraites.

## Zone euro

Le rythme de la croissance économique est relativement stable dans la zone euro depuis un an. A partir des comptabilités nationales des différents pays, nos estimations font apparaître une hausse du PIB en volume de l'Union monétaire d'environ 3,5 % l'an à la mi-2000. A l'horizon de nos perspectives, compte tenu du ralentissement, somme toute modeste, que nous envisageons de la demande interne et des exportations européennes, la croissance de la zone euro se modérerait pour évoluer sur une pente de 2,7 % l'an au deuxième semestre 2001. En moyenne annuelle, la croissance serait de 3,4 % en 2000, soit la meilleure performance depuis 1989, et de 3 % en 2001.

L'interrogation principale du scénario de croissance à l'horizon des dix-huit prochains mois tient à l'ampleur de la répercussion sur l'inflation des deux chocs externes actuellement subis par les économies européennes, à savoir le triplement depuis janvier 1999 des prix du pétrole et la chute de l'euro de 20 % contre dollar sur la même période. Actuellement, la hausse globale des prix est de 2,3 % sur un an en août 2000 ; elle n'est que de

Modération de la croissance sans spirale inflationniste prix-salaires

Zone euro				
<i>Sauf indication contraire calcul sur 6 pays (92% de la zone)</i>	1998	1999	2000	2001
	Variations annuelles en %			
PIB	2,5	2,2	3,4	3,0
Demande interne stocks compris	3,3	2,8	3,0	2,9
Demande interne hors stocks	2,8	2,9	3,0	2,7
Consommation privée	2,8	2,6	2,7	2,6
Consommation publique	0,9	1,3	1,4	1,3
FBCF totale	4,7	5,1	4,9	4,4
Exportations de biens et services	5,9	3,9	11,7	8,0
Importations de biens et services	9,0	6,1	10,7	8,0
Prix à la consommation harmonisés	1,2	1,2	2,3	2,0
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage en %*	10,9	10,0	9,1	8,2
Solde des comptes publics (% PIB)*	-2,0	-1,2	-1,0	-0,8
Balance courante* en milliards \$	60,7	24,2	-12,2	0,0
en % du PIB	1,0	0,4	-0,2	0,0
Euribor à 3 mois (à partir de 1999)	3,9	3,0	4,4	5,0
Emprunt d'Etat à 10 ans	4,7	4,6	5,5	5,6
1 euro = ... \$	1,12	1,07	0,94	1,00
1 euro = ... yen	1,46	121	101	108
1 euro = ... £	0,68	0,66	0,62	0,69

\* calcul sur l'ensemble de la zone



1,3 % si l'on s'en tient à l'indice des prix sous-jacent qui exclut les éléments volatils tels que l'énergie, seule composante de prix accélérant fortement. Par ailleurs, il n'y a pas de dérapage des salaires nominaux.

Considérant l'ampleur du chômage (plus de 9 % de la population active de la zone euro), et même s'il existe dans quelques secteurs ou dans quelques pays (notamment la France) des difficultés de recrutement, nous n'envisageons pas l'apparition d'une spirale inflationniste entre prix et salaires. A l'inverse, nous retenons deux hypothèses favorables à l'environnement nominal : d'une part, un repli des cours du pétrole en 2001 sur une moyenne à 25 dollars par baril, d'autre part, une légère baisse du dollar sous l'effet de la réduction du différentiel de croissance entre les Etats-Unis et l'Europe. Dans ces conditions, l'inflation reviendrait à la mi-2001 sous le plafond fixé à 2 % par la BCE. Le durcissement monétaire n'aurait donc pas de raison de se poursuivre au-delà du printemps prochain. Les taux d'intérêt nominaux seraient stables en 2001.

Ces évolutions nominales ont plusieurs conséquences. Premièrement, en l'absence de rattrapage des salaires sur les prix, la progression des salaires réels devrait ralentir et donc modérer la consommation des ménages. Deuxièmement, la remontée des taux d'intérêt réels envisagée sur notre horizon de prévision pèsera quelque peu sur l'investissement des entreprises. La politique budgétaire restant par ailleurs « neutre » du fait des contraintes des programmes de stabilité (le déficit public s'établit à 0,8 % du PIB en 2001, contre 1 %

en 2000), la demande interne sera un peu moins dynamique, entraînant dans son mouvement les importations.

Au plan externe, la situation resterait favorable. Même si la demande adressée à la zone euro se modère du fait de l'effritement de la croissance mondiale, les exportations resteraient assez dynamiques, permettant une remontée des excédents commerciaux et le retour à l'équilibre de la balance courante (actuellement déficitaire au premier semestre 2000). Au total, bénéficiant de facteurs fondamentaux moins défavorables qu'aujourd'hui en termes de différentiel de croissance et de rémunération par rapport aux Etats-Unis, l'euro reviendrait à parité avec le dollar au cours de l'année prochaine. C'est une valeur du change évidemment très inférieure à celle de la date de création de la monnaie unique, mais qui en corrigeant la surévaluation des devises européennes constatée pendant dix ans, permet à la zone euro de regagner quelque peu des parts de marché en 2000 et 2001.

## Allemagne

L'activité économique s'est accélérée en Allemagne au cours du premier semestre 2000. Les comptes du premier trimestre ont été corrigés à la hausse par l'Office fédéral de la statistique de 2,7 % l'an à 3,1 %. Le deuxième trimestre a été encore plus favorable avec une croissance du PIB de 4,7 % l'an. Compte tenu de l'environnement mondial et européen, nous avons révisé à la hausse nos prévisions pour 2000 à 3,2 %. En 2001 en raison du ralentissement du commer-

ce mondial, la croissance devrait légèrement ralentir à 3 %.

La production industrielle reste pour l'instant soutenue (à l'exception du secteur de la construction). Les entrées de commandes à l'industrie sont bien orientées, notamment dans les secteurs des exportations et dans celui de la production de biens d'équipement. Par ailleurs, les taux d'utilisation des capacités dans l'industrie sont encore nettement au-dessus de la tendance de long terme. Toutefois, les résultats de l'enquête Ifo, qui sont en baisse pour le troisième mois consécutif, font apparaître une détérioration du climat des affaires.

L'économie allemande présente encore une dichotomie persistante entre des exportations très dynamiques et une demande interne qui

reste quelque peu bridée. En effet, les exportations contribuent fortement à la croissance depuis plusieurs trimestres. Elles devraient progresser à un rythme de 12,8 % en 2001. Ce dynamisme est dû notamment à la baisse de la devise européenne et à une stricte discipline salariale, qui devrait d'ailleurs se maintenir en 2001. L'écart positif des coûts salariaux entre l'Allemagne et les Etats-Unis s'est considérablement réduit depuis le début de 1999. Les coûts salariaux japonais ont dépassé les coûts salariaux allemands à la fin de l'année dernière. Les exportations allemandes sont donc devenues plus compétitives au plan international. La baisse importante de la fiscalité sur les sociétés prévue ces cinq prochaines années devrait encore renforcer cette compétitivité. Par conséquent, cette dynamique industrielle engendre un fort rebond des investissements en biens d'équipement qui devraient atteindre un rythme de croissance de 10 %.

La progression de la demande intérieure des ménages et des administrations reste en revanche faible. Les plans de réduction des déficits publics jouent un rôle significatif sur la modération des dépenses de consommation et d'investissement des administrations publiques. Quant à la consommation des ménages, elle est freinée par la faiblesse de la croissance des revenus réels et de l'emploi. Cette dernière est ralentie notamment par les efforts de redressement des marges des entreprises. Le revenu disponible réel des ménages n'augmente donc que faiblement. Par ailleurs, le taux d'épargne reste stable, à un niveau relativement bas. Par conséquent, la consommation des ménages ne peut véritablement rebondir. Enfin, le secteur de la construction

**Retour de la croissance allemande vers la moyenne européenne**

Allemagne				
	1998	1999	2000	2001
Variations annuelles en %				
PIB	1,8	1,4	3,2	3,0
Demande interne stocks compris	2,2	2,3	2,4	2,7
Demande interne hors stocks	1,7	2,1	2,0	2,6
Consommation privée	1,9	2,5	2,0	2,8
Consommation publique	0,5	-0,1	1,6	0,8
FBCF totale	2,2	2,9	2,6	3,7
construction	-1,7	0,1	-2,8	0,5
équipement	8,3	6,2	10,0	7,3
immatérielle	10,8	12,5	9,9	9,4
Exportations de biens et services	6,3	4,6	12,8	8,6
Importations de biens et services	8,1	7,8	10,2	8,1
Prix de détail	0,9	0,6	1,8	1,8
Gains horaires (toutes activités)	1,8	2,6	2,2	3,1
Moyenne sur la période				
Taux de chômage en %	11,0	10,5	9,5	8,5
Solde des comptes publics (% PIB)	-1,7	-1,1	-1,2	-1,1
Balance courante en milliards \$	-5,7	-20,3	-12,9	-10,0
en % PIB	-0,3	-1,0	-0,7	-0,5
Euribor à 3 mois (à partir de 1999)	3,5	3,0	4,4	5,0
Emprunt d'Etat à 10 ans	4,6	4,5	5,4	5,5
1 euro = ... \$	1,12	1,07	0,94	1,00
1 \$ = ... DM*	1,76	1,84	2,08	1,96
1 DM = ... Yens*	74,3	62,0	51,6	55,2

\* Taux de change implicite

est encore dans une phase de profonde restructuration due encore aux conséquences de la réunification allemande. Il devrait pouvoir se stabiliser en 2001. Compte tenu de ces éléments, la demande intérieure devrait rester encore faible en 2000.

La conjoncture favorable a permis une forte progression des recettes fiscales au cours du deuxième trimestre à +9 % selon la Bundesbank. Malgré les baisses d'impôts qui sont en cours, l'ensemble de l'année devrait présenter des résultats plus favorables qu'envisagé. Le déficit prévu des administrations publiques devrait atteindre le même montant cette année qu'en 1999, soit 28 milliards d'euros. Toutefois, grâce au montant des ventes des licences de téléphonie mobile (dont l'affectation n'a pas encore été décidée précisément) les comptes publics pourraient dégager un surplus déjà en 2000. Sans cette « cagnotte », le déficit des administrations publiques devrait atteindre 1 % en 2000 et 1,5 % en 2001. La dette publique passerait de 60,8 % du PIB à 60,0 %.

## France

Les résultats des deux premiers trimestres 2000 ont marqué une nette décélération de la croissance française après un second semestre 1999 vigoureux. Ce repli tient à la faiblesse de la consommation des ménages que le dynamisme des exportations et de la FBCF n'a pu compenser. Il nous conduit à réviser à la baisse nos perspectives de croissance qui ressortent à 3,4 % pour 2000 et 2,9 % pour 2001.

Les exportations, qui ont fortement rebondi au premier semestre,

se modéreraient au second semestre 2000 pour ressortir à 12,9 % sur l'année. Ce tassement se poursuivrait en 2001 sous l'effet du ralentissement mondial et du relèvement progressif de l'euro. Le rythme de croissance des importations de biens et services en volume resterait supérieur à celui des exportations. En revanche, celles-ci se replieraient plus fortement en valeur en raison, notamment, de la baisse du prix du pétrole. Au total, l'excédent de la balance commerciale reculerait fortement à + 67 milliards de francs en 2000 avant de rebondir à 84 milliards en 2001. Tout en restant largement positif, le solde de la balance courante se dégraderait à 188 milliards de francs en 2000 après 228 milliards en 1999.

Essoufflement  
de la consommation privée  
pesant sur l'activité générale

France				
	1998	1999	2000	2001
	Variations annuelles en %			
PIB	3,2	2,9	3,4	2,9
Demande interne stocks compris	3,9	2,9	3,2	2,9
Demande interne hors stocks	3,3	3,3	3,1	2,8
Consommation privée	3,4	2,3	2,6	2,5
Consommation publique	0,3	2,5	1,5	1,5
FBCF totale	6,6	7,2	6,5	5,0
logement	3,6	8,2	6,2	1,7
productif	8,3	7,7	6,6	6,4
administrations publiques	2,8	2,2	4,1	4,4
Exportations de biens et services	7,7	3,8	12,9	8,0
Importations de biens et services	11,3	3,8	13,3	8,4
Prix de détail	0,6	0,6	1,7	1,8
Salaire mensuel de base	1,8	1,6	1,6	1,9
Taux de salaire horaire	2,2	2,3	4,8	3,2
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage en % (BIT)	11,8	11,2	9,7	9,1
Solde des comptes publics (% PIB)	-2,7	-1,8	-1,5	-1,4
Balance courante en milliards \$	40,2	37,1	27,0	31,6
en % du PIB	2,8	2,6	2,1	2,2
Euribor 3 mois (à partir de 1999)	3,6	3,0	4,4	5,0
Obligations d'Etat à 10 ans	4,6	4,6	5,5	5,6
1 euro = ... \$	1,12	1,07	0,94	1,00
1 \$ = ... FF*	5,9	6,2	7,0	6,6

Taux de change implicite

## La montée des tensions sur l'appareil de production en France

La production de l'industrie manufacturière marque le pas depuis le printemps 2000 après avoir augmenté de 4,5 % au cours de l'année 1999. En dépit de ce ralentissement, les enquêtes de conjoncture dans l'industrie montrent que les tensions sur la production continuent de se renforcer.

### Une offre contrainte par les équipements et la main-d'œuvre

Le taux d'utilisation des capacités de production s'est encore rapproché de son record atteint en 1990, soit la dernière période de croissance prolongée de l'activité industrielle. Simultanément, un nombre plus important d'entreprises se déclarent contraintes par le niveau de leurs capacités de production. Si de telles observations laissent espérer la poursuite du mouvement d'investissement industriel, elles s'avèrent également révélatrices des difficultés croissantes que rencontrent les entreprises pour accroître leur production.

Ces goulots de production tiennent autant à des problèmes de sous-investissement en équipement qu'à une pénurie de personnel. Les difficultés de recrutement continuent de s'accroître et elles sont généralisées à l'ensemble des catégories professionnelles distinguées par l'INSEE.

A la fin des années 80, seuls les recrutements de personnels qualifiés étaient rendus plus difficiles. La récente étude sur les difficultés de recrutement en juin 2000 réalisée par la Direction de l'Animation de la

Recherche, des Etudes et des Statistiques du Ministère de l'Emploi et de la Solidarité (DARES) a montré que ce frein à la croissance n'est d'ailleurs pas propre à l'industrie mais qu'il s'étend progressivement à l'ensemble des secteurs d'activité, à de rares exceptions près.

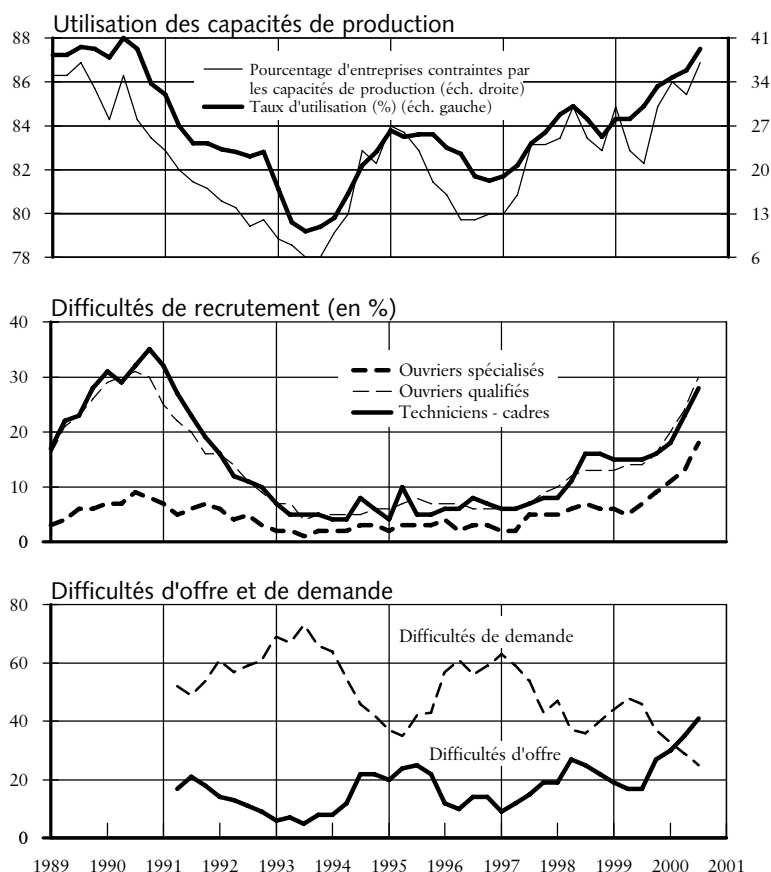
### Un risque de fragilisation de la compétitivité

Les années 1990 ont été dans l'ensemble caractérisées plutôt par une insuffisance de la demande. C'est maintenant les difficultés d'offre qui prédominent. Depuis que la question est posée dans l'enquête trimestrielle dans l'industrie

réalisée par l'INSEE, le nombre d'entreprises qui se déclarent contraintes par le niveau de l'offre dépasse pour la première fois le nombre de celles qui se déclarent contraintes par le niveau de la demande.

Les difficultés croissantes des entreprises de l'industrie manufacturière à satisfaire la demande qui leur est adressée peuvent faire craindre des pertes de parts de marché à l'extérieur alors même que la demande étrangère demeure dynamique. De plus, une accélération des salaires, si elle devait se produire, pénaliserait la compétitivité des entreprises

### Industrie manufacturière : tensions sur l'appareil de production



© REXECODE

La demande intérieure hors stocks ralentirait également à 3,1 % en 2000 puis 2,8 % en 2001. La consommation des ménages bénéficierait moins que par le passé de la bonne tenue de l'emploi salarié dont la progression se modérerait à 1,9 % en 2001 après 3 % en 2000 en raison du tassement de la croissance. Le taux de chômage ressortirait alors à 9 % fin 2001. Malgré les tensions croissantes sur le marché du travail, le salaire mensuel de base exprimé en termes nominaux n'accélérait que modestement à 1,9 % après 1,6 % en 2000. Face à la progression des prix à la consommation (+ 1,7 % en 2000 et + 1,8 % en 2001), le pouvoir d'achat du salaire réel stagnerait en 2000 et 2001. Ceci n'empêcherait pas le pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages d'accélérer à 2,8 % en 2001 à la faveur des réductions d'impôts. A l'inverse des principaux pays de l'OCDE qui connaissent un repli du taux d'épargne des ménages depuis plusieurs années, les ménages ne réduiraient pas leur effort d'épargne notamment en raison de l'incertitude qui demeure sur le financement des retraites.

L'investissement en biens d'équipement, qui s'inscrit sur une pente moyenne de + 7,3 % depuis le second semestre de 1997, irait en se modérant. Bien que les tensions sur les capacités de production demeurent vives, le ralentissement général de l'activité devrait peser sur la FBCF. L'érosion des marges, consécutive à la hausse du prix des approvisionnements énergétiques exercerait également un effet sédatif sur le rythme de l'investissement des sociétés. Le taux de marge des sociétés reculerait à 31,7 % en fin d'année 2000 avant de se relever progressivement au

cours de l'année suivante. L'investissement en logement des ménages s'infléchirait également lors des deux prochains semestres, après avoir atteint il est vrai un rythme particulièrement élevé lors du premier semestre 2000. Le niveau d'activité dans la construction resterait cependant soutenu, en hausse de 1,7 % en 2001.

Le ralentissement de la croissance devrait peser sur la réduction des déficits publics. L'objectif d'un déficit public à 1,5 % du PIB en 2000 devrait cependant être atteint. C'est du moins ce que suggère l'avance des recettes fiscales par rapport aux prévisions de la Loi de Finances Rectificative d'avril 2000. Une nouvelle cagnotte fiscale se dessinerait pour l'exécution du budget 2000. De plus, les recettes des collectivités locales sont restées dynamiques, alors qu'un nouvel excédent des comptes du régime général de la Sécurité sociale est attendu pour 2000. En revanche, un déficit du compte des administrations publiques en 2001 équivalent à 1 % du PIB sera plus difficile à réaliser. En effet, les annonces de baisses d'impôts n'ont pas été accompagnées d'un programme de réduction des dépenses. Dans ce contexte, le poids de la dette ne reculerait que marginalement pour ressortir à 57,7 % du PIB en 2001 après 58,4 % en 2000.

## Royaume-Uni

Au deuxième trimestre, la croissance s'est renforcée à 3,6 % l'an après une décélération continue entre le troisième trimestre 1999 et le premier trimestre 2000. Ce rebond n'est probablement que temporaire dans la mesure où la



reprise de l'activité industrielle qui en est à l'origine (+5,8 % l'an après -3,1 % au premier trimestre) ne paraît pas extrapolable au regard des résultats d'enquête. En effet depuis le printemps, l'opinion des industriels sur leurs perspectives de production et sur leurs carnets de commandes s'est nettement dégradée. Plus précisément, le niveau du solde d'opinion sur les perspectives de production est compatible avec une production manufacturière au mieux stable.

En fait, au-delà des variations d'un trimestre sur l'autre, la production manufacturière plafonne depuis la mi-1999 alors que, parallèlement, les ventes au détail et les exportations de marchandises hors

pétrole ont au contraire augmenté de respectivement 4 % et 12,5 % en volume. Or, il est peu probable que l'investissement en biens d'équipement se soit dans le même temps effondré et l'on sait que les enquêtes dans l'industrie n'indiquent pas de mouvement de déstockage. Le rapprochement des indicateurs conjoncturels pose finalement plus de questions qu'il n'aide au diagnostic.

Au-delà de ce constat, les exportations restent l'inconnue majeure des perspectives à l'horizon de la fin 2001. Sur les six premiers mois de l'année, ces dernières ont évolué à peu près au même rythme que les importations des principaux partenaires et ce, malgré le haut niveau de la livre (sa baisse face au dollar est encore trop récente pour avoir déclenché un effet compétitivité-prix sur les volumes exportés). Nous ne partageons pas l'idée selon laquelle les entreprises britanniques se seraient adaptées à une livre élevée et nous pensons que le ralentissement des exportations, et donc de la croissance, est encore à venir.

Celle-ci se modérerait donc du troisième trimestre 2000 au deuxième trimestre 2001. Sur la fin de l'exercice, la dépréciation de la livre vis-à-vis de l'euro devrait permettre de desserrer la contrainte extérieure malgré le ralentissement prévu du commerce mondial.

Il faut souligner que la croissance en 2000 et plus encore en 2001 bénéficiera d'une politique budgétaire expansionniste alors qu'au cours des quatre années qui viennent de s'écouler, le gouvernement de Tony Blair a imposé une maîtrise des dépenses publiques.

**La demande publique vient au secours de la croissance**

Royaume-Uni				
	1998	1999	2000	2001
	Variations annuelles en %			
PIB	2,6	2,1	2,9	2,4
Demande interne stocks compris	4,6	3,7	3,4	3,1
Demande interne hors stocks	4,5	4,4	2,8	3,1
Consommation privée	4,0	4,3	3,5	2,4
Consommation publique	1,1	3,0	1,8	4,2
FBCF totale	10,1	6,1	1,5	4,3
logement	2,5	1,3	-0,9	0,2
productif	13,8	7,6	1,6	3,4
administrations publiques	3,9	0,0	6,0	17,8
Exportations de biens et services	2,6	3,3	7,9	4,4
Importations de biens et services	8,8	7,6	8,6	5,9
Prix de détail	3,4	1,6	3,1	2,5
Prix de détail hors intérêts hypothécaires	2,7	2,3	2,1	2,4
Gains mensuels (toutes activités)	5,1	4,8	4,3	3,9
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage en % (BIT)	6,3	6,0	5,5	5,2
Solde des comptes publics (% PIB)	0,4	1,2	1,8	1,5
Balance courante en milliards \$	-0,1	-17,8	-24,7	-30,4
en % du PIB	0,0	-1,2	-1,7	-2,1
Marché interbancaire à 3 mois	7,3	5,4	6,1	5,8
Obligations d'Etat à 10 ans	5,5	4,9	5,4	5,5
1 £ = ... \$	1,66	1,62	1,52	1,45
1 £ = ... euro	1,48	1,52	1,62	1,45
1 £ = ...DM *	2,92	2,97	3,16	2,84
1 £ = ...FF*	9,77	9,96	10,60	9,51

\* taux de change implicite

La consommation et l'investissement publics ont ainsi diminué respectivement de 1,1 et de 0,4 point de PIB entre 1996 et 1999. Cette rigueur budgétaire, qui s'est doublée d'un alourdissement de la pression fiscale (pour partie conjoncturelle) de 2,3 points de PIB, a permis un assainissement spectaculaire des finances publiques. Le besoin de financement des administrations publiques qui était de près de 7 % du PIB en 1994, s'est transformé en un excédent de 0,4 % en 1998 s'élargissant à 1,2 % en 1999.

Dans les projections pluriannuelles dévoilées en juillet dernier, le gouvernement prévoit d'augmenter les dépenses de 4 % en termes réels dont 2,5 % pour les dépenses courantes (y compris la charge d'intérêt). En pourcentage du PIB, les dépenses d'investissement devraient doubler d'ici à l'horizon 2003-2004, ce qui supposerait des progressions à deux chiffres de la FBCF publique dans les années qui viennent. En fait, ces mesures étaient déjà contenues dans le budget présenté en mars dernier (et dans les budgets précédents pour ce qui concerne l'investissement). Nous n'en avons que partiellement tenu compte dans les perspectives de juin dans la mesure où les efforts annoncés, surtout en matière d'investissement, ne se sont pas vérifiés dans les faits (d'après les comptes nationaux, la part de l'investissement public dans le PIB a baissé jusqu'en 1999). Mais les élections législatives se profilant à l'horizon, on peut escompter une plus forte contribution de la demande publique à la croissance. L'excédent des finances publiques devrait néanmoins se maintenir.

## Italie

Les derniers indicateurs conjoncturels donnent des signes contrastés sur l'économie de la péninsule. D'un côté, les enquêtes dans l'industrie se montrent toujours aussi vigoureuses. En juillet 2000, les soldes d'opinions sur les perspectives de production et les carnets de commandes, portés par le rebond de la demande étrangère, ont atteint leur plus haut niveau depuis 1973. Au deuxième trimestre, la production industrielle (CJO-CVS) augmente de 5,9 % en rythme annualisé par rapport au trimestre précédent. Les enquêtes dans la construction dressent un tableau similaire. De l'autre, le volume du PIB ralentit sévèrement au second trimestre de 4,3 % l'an à 1,1 % l'an, en raison au moins pour partie d'effets calendaires défavorables.

La faiblesse de la consommation laisse l'Italie à la traîne de l'Europe

Italie				
	1998	1999	2000	2001
	Variations annuelles en %			
PIB	1,5	1,4	3,0	2,6
Demande interne stocks compris	2,9	2,5	2,4	2,7
Demande interne hors stocks	2,4	2,0	3,1	2,4
Consommation privée	2,3	1,7	2,3	2,0
Consommation publique	0,7	0,8	1,1	0,7
FBCF totale	4,1	4,4	7,2	4,8
Construction	-0,1	1,8	5,3	2,0
Equipement	7,4	6,2	8,6	6,7
machines et équipt	5,7	5,3	8,4	6,3
transports	15,5	10,5	9,1	8,4
Exportations de biens et services	3,3	-0,4	10,3	6,8
Importations de biens et services	9,1	3,4	8,4	7,4
Prix de détail	2,0	1,7	2,5	2,0
Gains horaires (toutes activités)	2,4	1,8	2,0	2,9
Coûts salariaux horaires (industrie)	2,8	2,2	2,4	3,0
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage (en %)	11,8	11,4	10,6	10,1
Solde des comptes publics (% PIB)	-2,7	-1,9	-1,5	-1,1
Balance courante en milliards de \$	21,9	6,4	-1,8	-3,7
en % du PIB	1,8	0,5	-0,2	-0,3
Euribor à 3 mois (à partir de 1999)	4,9	3,0	4,4	5,0
Emprunt Phare à 10 ans	4,8	4,7	5,6	5,8
1 euro=...\$	1,12	1,07	0,94	1,00
1 \$ = ... liras*	1730	1818	2094	1939
	* taux de change implicite			

Pour la première fois depuis 1992, la balance commerciale affiche un déficit de 7,2 milliards de liras l'an au second trimestre 2000. Ce déficit est dû à la forte détérioration des termes de l'échange au premier semestre 2000 conjuguée au dynamisme des importations (+43 % l'an au second trimestre). Les exportations ralentissent à 12,5 % l'an au second trimestre contre 32,8 % au trimestre précédent. Si les ventes à destination de l'Union européenne se redressent, celles à destination des Etats-Unis ou du Japon se modèrent fortement. Selon nos estimations, les importations nettes de produits pétroliers représentent 1,6 % du PIB en 2000, soit une hausse de 0,7 % du PIB par rapport à 1999. Au cours de 2001, l'amélioration des termes de l'échange permettrait un renversement du processus de dégradation de la balance des paiements courants malgré le ralentissement de la demande mondiale.

Selon les comptes nationaux trimestriels, la hausse de la consommation s'établit à 2,1 % l'an au deuxième trimestre 2000. La hausse des prix de détail, alors même que les salaires sont tenus, pèse sur la progression des gains réels (1,1% sur un an au deuxième trimestre 2000). La bonne dynamique du marché du travail malgré le dynamisme de l'emploi (+312 000 sur un an en avril) pourrait se révéler insuffisante à relancer la consommation privée, qui a constitué le maillon faible de la demande interne italienne de ces dernières années.

Les tensions sur les capacités de production et le niveau élevé des carnets de commande stimulent la FBCF en biens d'équipement (+9,5 % l'an au second trimestre). En 2001, le ralentissement de la

demande mondiale devrait conduire à une modération de la FBCF productive. Celle-ci resterait toutefois soutenue par un crédit d'impôt sur les profits réinvestis. L'investissement en construction (+4 % au second trimestre) s'infléchirait également du fait notamment de la fin des travaux publics liés au Jubilé 2000.

En dehors de quelques dispositions en faveur des catégories de population à faibles revenus et d'un abaissement des impôts locaux, en l'occurrence la taxe d'habitation, le gouvernement s'était montré prudent en matière d'allègements fiscaux dans le cadre de la loi de finances 1999/2000 (10 500 milliards de liras de réductions d'impôts en 2000 dont 7 000 pour les ménages). Les dernières prévisions des comptes publics (septembre 2000) laissent supposer l'existence d'un « bonus » fiscal d'environ 20 000 milliards de liras en 2001 provenant principalement d'excellentes recettes de l'IRPEG (impôt sur les bénéfices). Le président du Conseil, Giuliano Amato, a annoncé que l'objectif prioritaire du gouvernement est la réduction de la dette. La réussite de cet objectif reste conditionnée au maintien d'une pression fiscale à un niveau élevé. Toutefois, les ménages pourraient être privilégiés dans les futurs allègements fiscaux. Les risques de dérapage proviennent de l'absence de réforme de la sécurité sociale (santé, retraite). Malgré les interventions réitérées de la Commission européenne ou de la Banque centrale européenne, le projet de placement dans les fonds de pension de l'épargne obligatoire en vue du versement des indemnités de départ en retraite (TFR) ne sera discuté qu'au printemps 2001.



## Espagne

L'Espagne continue d'enregistrer une croissance plus rapide que celle des autres principaux pays de la zone euro. A la mi-2000, son PIB en volume progresse ainsi sur une pente d'environ 4 % l'an et sa hausse est de 4,2 % sur un an. Cela étant, il semble que la phase d'accélération du rythme d'activité constatée au cours de 1999 a désormais fait place à une consolidation, voire à une amorce d'effritement.

De fait, plusieurs indicateurs de conjoncture se sont infléchis depuis le printemps. La production industrielle a atteint un point haut au premier trimestre, et son recul pendant le deuxième trimestre a été de 9 % l'an (pour un glissement annuel en hausse de 5 %). Plus radical encore est le retournement du marché automobile : d'un point haut d'environ 1,6 million de véhicules par an atteint en début d'exercice, le nombre des immatriculations s'est replié vers la ligne de 1,3 million en août, soit le niveau de l'automne 1998. Cependant, toute la vigueur de l'économie espagnole n'a pas disparu, ainsi qu'en témoignent les bons résultats d'enquête industrielle (plafonnés depuis quelques mois à de hauts niveaux), le dynamisme du commerce extérieur et l'envolée inextrapolable des permis de construire.

Les deux problèmes de l'économie espagnole sont l'inflation et le déficit extérieur. L'Espagne, comme l'ensemble des pays occidentaux, subit l'effet inflationniste du choc pétrolier, mais s'y ajoute aussi depuis quelques mois une dérive des prix de services. En données harmonisées, l'inflation annuelle est donc l'une des plus

fortes d'Europe : elle s'établit à 3,6 % en août alors que la moyenne de la zone euro est de 2,3 %. De son côté, le déficit commercial a subi une forte aggravation en trois ans, qui n'est que partiellement compensée par la hausse des recettes touristiques : le déficit courant représente actuellement un peu plus de 3 % du PIB, un niveau comparable à celui du début des années quatre-vingt-dix. Les variables d'environnement retenues dans notre scénario européen et mondial (repli des cours du pétrole à partir du deuxième trimestre 2001, durcissement monétaire de la BCE poursuivi jusqu'à la fin de l'année 2000, et légère remontée de l'euro contre les devises directrices) agissent dans le sens d'une modération de l'inflation et une stabilisation des déséquilibres extérieurs.

Une activité vigoureuse  
facilitant l'ajustement  
budgétaire

Espagne				
	1998	1999	2000	2001
Variations annuelles en %				
PIB	4,0	3,7	4,0	3,3
Demande interne stocks compris	5,0	4,9	4,6	3,0
Demande interne hors stocks	4,9	4,9	4,4	3,0
Consommation privée	4,1	4,4	5,1	3,1
Consommation publique	2,0	1,8	0,8	1,9
FBCF totale	9,2	8,3	5,4	3,7
construction	7,0	8,3	5,0	2,3
équipement	13,0	8,4	5,9	5,9
Exportations de biens et services	7,1	8,5	10,0	8,9
Importations de biens et services	11,1	12,6	11,6	7,9
Prix de détail	1,8	2,3	3,4	3,0
Gains horaires (toutes activités)	2,8	2,5	2,9	3,1
Moyenne sur la période				
Taux de chômage en %	18,8	15,8	14,0	12,3
Solde des comptes publics (% PIB)	-2,3	-1,1	-0,3	-0,1
Balance courante en milliards \$	-1,4	-12,8	-16,3	-19,1
en % du PIB	-0,2	-2,2	-2,9	-3,0
Euribor à 3 mois (à partir de 1999)	4,2	2,9	4,4	5,0
Emprunt phare à 10 ans	4,8	4,7	5,6	5,8
1 euro = ... \$	1,12	1,07	0,94	1,00
1 \$ = ... Pesetas*	149	156	177	166

\* taux de change implicite

Quoi qu'il en soit, s'il est vrai que la contrainte externe ne joue plus pour un pays particulier membre d'une union monétaire, en revanche le surcroît d'inflation devrait peser sur la croissance espagnole à l'horizon des dix-huit prochains mois. D'ores et déjà, du fait de la modération des salaires nominaux, les salaires réels baissent. Ce phénomène ne devrait pas s'inverser avant que l'inflation ne reflue significativement (à partir du deuxième trimestre 2001 dans notre scénario), de sorte que la consommation des ménages en sera affectée. Dans le même temps, la progression très forte de l'emploi est appelée à se modérer en ligne avec le ralentissement de l'investissement, plus net dans sa composante « construction ».

Une croissance économique à peine ralentie en 2001

L'activité du secteur de la construction ne peut en effet que ralentir,

d'une part parce que les niveaux récemment atteints (600.000 mises en chantier l'an au printemps) ne sont pas en ligne avec les données démographiques fondamentales, d'autre part parce que les taux d'intérêt réels sont amenés à s'élever sur l'horizon retenu. Ce secteur qui représente officiellement 10 % de l'emploi total verrait ainsi sa contribution à la croissance du PIB se réduire de 1,2 point en 1999 à 0,4 en 2001.

En termes de finances publiques, l'ajustement rapide mené ces dernières années ne serait pas remis en question. Etant donnée la forte croissance économique enregistrée depuis 1997, et se prolongeant en 2000 et 2001 par une hausse du PIB de 4 % et 3,3 % respectivement, la marche vers l'équilibre budgétaire est plus rapide qu'initialement prévu dans le programme de stabilité. Sans retenir de restriction plus marquée de la consommation publique, nous envisageons des comptes publics presque équilibrés dès 2001.

## Pays-Bas

La croissance néerlandaise a atteint 3,6 % en 1999, corrigée en hausse de 0,3 % par le CBS (*Centraal Bureau voor Statistiek*). La croissance au premier trimestre 2000 a atteint près de 6 % l'an. Au-delà des aléas, l'activité a été plus forte que prévu au début de l'exercice. Cela fera la quatrième année consécutive que le PIB croît à plus de 3,5 % en volume. La consommation des ménages s'est fortement accélérée au premier trimestre à 8,8 %, alors qu'elle était déjà très vigoureuse (à plus de 4 % l'an) depuis 1998. Les investissements productifs devraient se maintenir à

Pays-Bas				
	1998	1999	2000	2001
Variations annuelles en %				
PIB	3,7	3,6	4,1	3,7
Demande interne stocks compris	4,2	3,8	4,1	3,7
Demande interne hors stocks	4,2	4,1	4,3	3,5
Consommation privée	4,1	4,2	4,0	3,3
Consommation publique	3,3	2,6	2,3	2,5
FBCF totale	5,2	5,7	6,9	5,0
productif	9,0	6,9	10,1	6,0
publique	0,8	-4,2	3,0	2,0
logement	-0,8	3,1	4,9	3,6
Exportations de biens et services	6,4	4,7	8,5	6,6
Importations de biens et services	7,7	5,2	8,8	6,9
Prix de détail	2,0	2,2	2,5	2,6
Gains mensuels (toutes activités)	3,4	3,3	2,5	3,0
Moyenne sur la période				
Taux de chômage en % (déf. CBS)	4,1	3,2	2,5	2,5
Balance courante en milliards \$	25,5	20,5	16,2	18,6
en % PIB	6,7	5,4	4,5	4,6
Euribor à 3 mois (à partir de 1999)	3,5	3,0	4,4	5,0
Emprunt d'Etat à 10 ans	4,6	4,6	5,5	5,6
1 euro = ... \$	1,12	1,07	0,94	1,00
1 \$ = ... florins *	1,97	2,07	2,35	2,20

\* Taux de change implicite

un haut niveau en raison des tensions sur le marché de l'emploi, mais la croissance des investissements en logement va se modérer à près de 1 % après avoir atteint 3,1 % en 1999. Les exportations en valeur ont progressé à un fort rythme de croissance au premier semestre 2000, mais elles ne devraient plus contribuer en termes nets aussi fortement qu'auparavant à la croissance du PIB car les importations ont évolué sur un rythme encore plus soutenu.

des tensions existent sur le marché du travail, qui se sont d'ailleurs encore accrues ces derniers mois. D'une part le nombre de chômeurs s'est établi à moins de 170 000. D'autre part, la croissance de l'emploi se poursuit à un rythme élevé (près de 3 %), alors que la productivité du travail ne progresserait que de 1 % en 2000. L'introduction de nouvelles dispositions fiscales sur le travail dès le 1er janvier 2001 devrait favoriser la remise sur le marché du travail du réservoir de personnes considérées comme handicapées ou/et inaptes à travailler. On observe par ailleurs que les entreprises confrontées au problème de pénurie de main-d'œuvre ont fortement accru leur rythme d'investissement (14,5 % au premier trimestre) et devraient maintenir cette tendance en 2000 et 2001. Les tensions sur le marché du travail n'ont pas eu de conséquences jusqu'à présent sur les salaires. La hausse nominale de ces derniers devrait atteindre 3,5 % cette année et seulement 3 % en 2001 compte tenu des baisses d'impôts sur le revenu. En termes réels les salaires reculent depuis le deuxième trimestre 2000.

Un ralentissement de la croissance de la consommation des

ménages avait été prévu dès le deuxième semestre 2000. Mais la poursuite de la croissance de l'emploi et la baisse du chômage ont créé des gains de pouvoir d'achat pour les ménages de sorte que la consommation s'est poursuivie sur un rythme très soutenu. Elle reste la composante la plus fortement contributrice à la croissance néerlandaise depuis plusieurs semestres. Simultanément l'épargne des ménages (hors épargne destinée aux retraites) est devenue négative au premier trimestre 2000. Pour 2000, nous estimons que le rythme de croissance de la consommation privée devrait se maintenir à 4 %. En 2001, compte tenu notamment de la hausse des taux d'intérêt, son rythme de progression devrait se ralentir légèrement à 3,3 %.

Au cours du deuxième trimestre le rythme de croissance des exportations s'est accéléré. Au total sur l'année il devrait atteindre 8,6 %. En termes nominaux, le rythme de croissance a été encore plus rapide compte tenu de la part importante des produits énergétiques contenus dans les exportations (gaz). Toutefois, la balance commerciale énergétique est légèrement déficitaire. En raison du ralentissement conjoncturel prévu aux Etats-Unis et dans les pays émergents, le rythme de croissance des exportations devrait atteindre 6,6 % en 2001.

Les finances publiques néerlandaises ont terminé l'année 1999 avec un excédent qui a été corrigé à la hausse. Selon Eurostat le surplus budgétaire néerlandais représentait 1 % du PIB en 1999. Il pourrait atteindre 1,9 % cette année, mais seulement 0,8 % en 2001 compte tenu de la réforme fiscale engagée. Celle-ci sera appliquée dès 2001 et devrait permettre une

économie d'impôt de sept milliards de florins. L'endettement des Administrations publiques par rapport au PIB devrait passer de 63,7 % en 1999 à 55 % à la fin de 2001.

## Belgique

L'activité économique s'est accélérée au cours du premier semestre 2000 progressant sur un rythme de près de 4 % l'an. La vigueur de la reprise de la demande mondiale et l'amélioration de la conjoncture dans la majorité des pays européens nous ont amené à réviser la croissance à 3,9 % en 2000. En 2001, celle-ci se modèrerait à 2,8 % suite au ralentissement du commerce mondial et à la hausse des taux d'intérêt déjà intervenue dans la zone euro.

La crise de la dioxine qui a pesé sur les exportations belges semble

surmontée. Les exportations ont même rebondi à 22 % l'an au premier trimestre et augmenteraient d'environ 13,4 % au deuxième. En moyenne annuelle, elles devraient progresser de 14,7 % en 2000. En 2001, compte tenu du ralentissement conjoncturel prévu aux Etats-Unis et dans les pays émergents, elles se modèreraient à 8,1 % l'an

La demande intérieure (hors stocks) qui s'était ralentie en 1999 à 2,9 % l'an a rebondi au premier trimestre à 6,3 % l'an (résultat entaché d'aléas) grâce à une très forte progression de la consommation des ménages. Toutefois, en raison d'un phénomène très important de déstockage lié au passage à l'an 2000, l'avance de la demande intérieure stocks compris devrait être négative au premier semestre 2000, ce qui n'empêcherait pas une progression en moyenne annuelle de 2,9 % en 2000. Pour 2001 nous tablons sur une hausse de 3,2 %.

La consommation des ménages progresserait de 3,4 % l'an en 2000 et ralentirait à 3,1 % en 2001. Le soutien de la consommation provient des gains de pouvoir d'achat supplémentaires dus à la vigoureuse croissance de l'emploi que nous estimons à 1,2 % en 2000 et de 1,4 % en 2001. Ce développement de l'emploi est dû pour partie au développement rapide de l'activité dans le secteur des services, plus créateur d'emplois que le secteur industriel.

L'indice des prix à la consommation qui a progressé au premier trimestre 2000 à 2,8 % l'an devrait augmenter de 2,4 % en 2000. La hausse se modèrerait à 2 % en 2001. L'accélération en 2000 est imputable, comme dans la majorité des pays européens, aux prix de l'é-

**Fort ralentissement  
des exportations de biens  
et services**

Belgique				
	1998	1999	2000	2001
	Variations annuelles en %			
PIB	2,7	2,5	3,9	2,9
Demande interne stocks compris	4,1	1,8	2,9	3,2
Demande interne hors stocks	3,3	2,9	3,5	3,2
Consommation privée	3,8	2,0	3,4	3,1
Consommation publique	1,4	2,8	2,0	1,4
FBCF totale	3,7	5,4	5,1	4,8
productive	4,5	6,6	5,8	6,2
logement	1,0	10,9	4,6	0,7
Exportations de biens et services	4,2	5,0	14,7	8,1
Importations de biens et services	6,3	4,1	14,0	8,8
Prix de détail	1,0	1,1	2,4	2,0
Gains mensuels (toutes activités)	2,2	2,8	2,4	2,4
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage en %	12,6	11,7	10,9	10,3
Balance courante en milliards de \$	10,3	9,0	7,5	8,5
en % du PIB	4,1	4,0	3,3	3,3
Euribor à 3 mois (à partir de 1999)	3,6	3,0	3,8	4,0
Emprunt d'Etat à 10 ans	4,8	4,8	6,0	5,9
1 \$ = ... Franc belge*	36,30	37,90	42,95	40,34
1 Euro = ... 1 \$	1,12	1,07	0,94	1,00

\* Taux de change implicite

nergie. L'inflation hors énergie reste sage et, en outre, on ne constate pas de dérapage en ce qui concerne les salaires nominaux ; en termes réels, les salaires reculent.

La hausse du coût du crédit devrait freiner l'embellie de l'investissement logement en 2000 par rapport à 1999. Toutefois, les discussions relatives à la baisse de la TVA dans la construction risquent de perturber le marché résidentiel au deuxième semestre 2000 en raison de reports des travaux. Compte tenu de la hausse des prix immobiliers et des taux d'intérêt, les investissements résidentiels devraient se modérer en 2001.

L'investissement des entreprises, qui a déjà progressé entre 1995 et 1999, a fortement rebondi au premier semestre 2000. Les taux d'utilisation des capacités dans l'industrie restent très supérieurs à la moyenne de long terme (84,7 % au premier trimestre contre une moyenne de 78,1 %). Les carnets de

commande ont poursuivi leur progression au début de l'année de sorte que les investissements productifs devraient rester dynamiques en 2000 (+5,8 % l'an) et en 2001 (+6,2 % l'an en raison d'un effet d'acquis de 2000).

L'orientation très favorable de la conjoncture au cours du premier semestre a permis une amélioration notable des finances publiques. Selon les prévisions budgétaires du gouvernement au deuxième trimestre, le déficit des administrations publiques devrait atteindre -0,7 % en 2000. Toutefois, compte tenu de recettes supplémentaires dues à la croissance plus forte que prévue du PIB, les comptes publics pourraient être équilibrés en 2000 et présenter un surplus en 2001. Cette amélioration est due d'une part à la baisse des charges d'intérêt de 0,3 % à 0,4 % du PIB par an et, d'autre part, à une augmentation du solde primaire des administrations publiques de 0,2 % en moyenne. ■



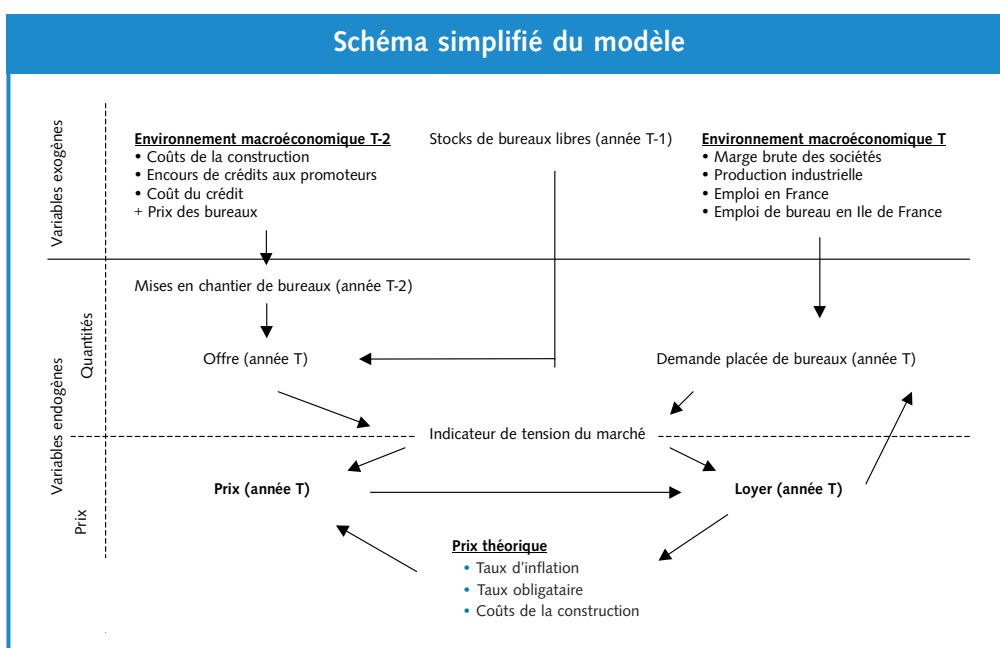


# Un modèle d'équilibre dynamique du marché des bureaux en Ile-de-France\*

Cette étude présente une première version du modèle économétrique construit par Rexecode en collaboration avec Bourdais, afin de rendre compte de l'évolution du marché des bureaux en Ile-de-France. Ce travail intègre la double logique de ce marché. Les bureaux sont à la fois un objet de placement financier pour les investisseurs et un élément de coût pour les entreprises locataires. Utilisé en prévision, le modèle permet d'associer l'évolution de l'offre, de la demande,

des prix et des loyers à un scénario macroéconomique.

Il s'attache à prendre en compte la spécificité de la dynamique interne du marché immobilier des bureaux en Ile-de-France et les principaux déterminants macroéconomiques qui l'influencent. Il fournit une évaluation de la tendance du marché francilien des bureaux selon différents scénarii retenus. Il permet également de mettre en garde contre l'apparition de dérives



L'équilibre du marché en t dépend des mises en chantier en t-2, des stocks en t-1 et de l'environnement macroéconomique en t

\* Ce modèle résulte des travaux de Anne Mémenteau sous la direction de Anne Faivre, économiste à Rexecode. Le modèle est actuellement géré par Christophe Pineau, économiste.



qui pourraient être jugées non soutenables, sur les loyers notamment. Il s'agit donc d'un outil d'aide à la décision, utile pour éclairer les tendances à moyen terme. Toutefois, comme tout modèle économétrique, il s'agit d'une construction théorique qui n'a pas vocation à prévoir exactement le futur, mais plutôt à délimiter un champ des possibles, compte tenu de certaines hypothèses et d'une série de facteurs explicatifs.

Nous présentons l'architecture du modèle dans une première partie. Celle-ci s'articule autour de l'équation d'offre de bureaux modélisée avec un retard de deux ans par rapport à leur mise à disposition sur le marché, d'une part, et d'un système d'équations simultanées regroupant les trois autres variables endogènes (demande de bureaux, prix, loyers) d'autre part. Les limites de cet exercice sont ensuite présentées. Elles renvoient à la profonde segmentation géographique de ce marché, et plus précisément à l'absence d'homogénéité de la variable de demande utilisée (la demande placée) ainsi qu'à la spécificité des variables de prix et

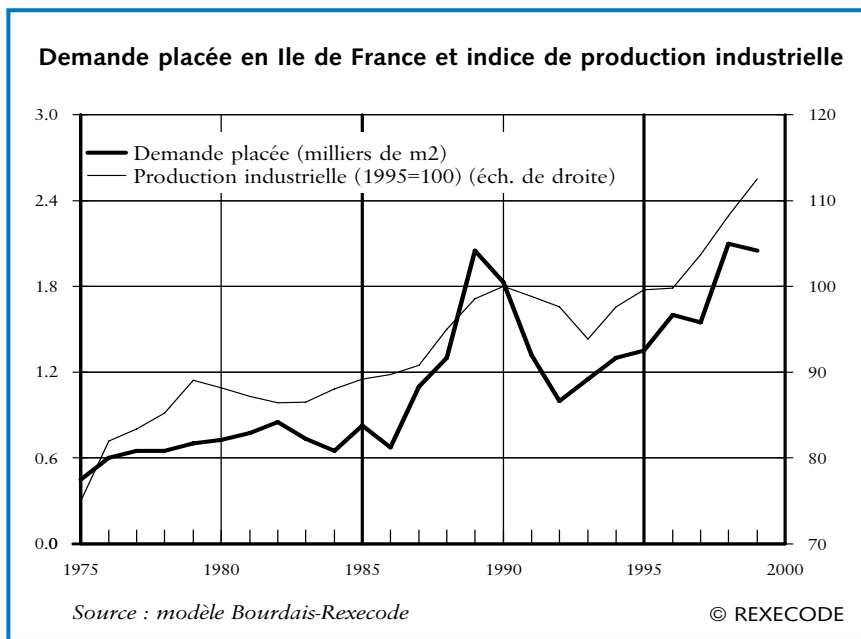
de loyer disponibles (celles des meilleures localisations).

La deuxième partie présente les estimations du modèle réalisées sur la base des perspectives à court et moyen terme retenues par Rexecode et présentées dans les Revues des deuxième et troisième trimestres 2000. Trois conclusions importantes ressortent de ce travail. 1) L'enrichissement de la croissance en emplois conduit à une demande de bureaux élevée. 2) L'inertie de l'offre de bureaux, découlant du délai moyen de deux années entre mise en chantier et livraison, engendre la persistance de tensions sur les loyers et les prix jusqu'en 2003-2004. 3) Au-delà, les tendances dépendront de la mise sur le marché des surfaces nouvelles demandées par les utilisateurs.

### Architecture et hypothèses du modèle

La spécificité du marché de l'immobilier de bureau tient notamment à la durée de la construction, deux ans en moyenne, et au fait que la majorité des bureaux utilisés sont loués. En effet, le produit « bureau » est situé au cœur de deux logiques distinctes et complémentaires. D'une part, il constitue une charge pour l'entreprise qui l'utilise et participe donc aux coûts de fonctionnement de celle-ci. D'autre part, il est source de placement pour l'investisseur qui raisonne en termes de rentabilité en comparant un flux actualisé de loyers attendus avec un prix d'achat. Développée par des auteurs anglo-saxons, cette description théorique du fonctionnement du marché des bureaux est aujourd'hui largement admise.

La demande placée de bureaux en Ile-de-France s'accroît avec l'activité industrielle





Une autre spécificité de ce marché renvoie aux délais d'ajustement importants qui le caractérisent : il est nécessaire que l'offre anticipe la demande de deux ans en moyenne. Tout écart existant aujourd'hui entre l'offre et la demande ne peut donc se résorber que sur un horizon moyen de deux années, à condition que les bonnes décisions soient prises immédiatement. Le prix et le loyer constituent alors théoriquement les variables d'ajustement de court terme.

La modélisation du marché des bureaux d'Ile-de-France comporte quatre équations destinées à estimer le nombre des mises en chantier, la demande placée, le prix et le loyer. Les mises en chantier sont estimées à partir d'une équation dite « à correction d'erreur » qui s'appuie sur des données trimestrielles homogènes depuis 1979. Elle possède une place à part dans la modélisation puisqu'elle intervient avec un retard de deux années. Cette équation n'apparaît ainsi que de façon exogène dans la résolution du système composé par les trois autres équations.

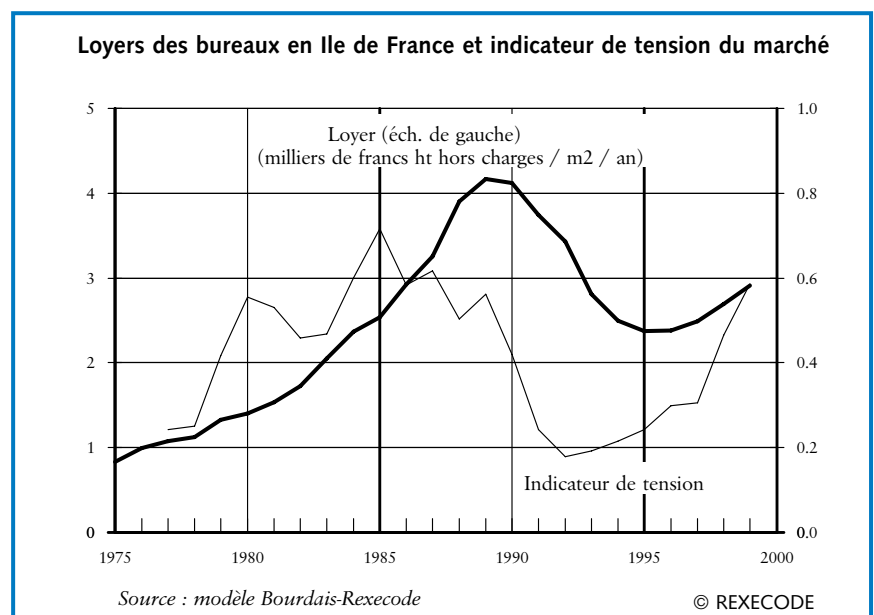
Le cœur du modèle est donc constitué par un système de trois équations modélisant la demande placée, les prix et les loyers. Chaque équation est estimée séparément par la méthode des moindres carrés ordinaires et utilise des données annuelles recueillies depuis 1975. La résolution simultanée de ce système permet de déterminer pour chaque période future une solution unique d'équilibre de demande, de prix et de loyer. Ces résultats conduisent alors au calcul du nouveau stock de bureaux qui servira à la détermination du système de la période suivante.

### Les quatre équations du modèle : offre et demande, prix et loyers des bureaux

D'une façon simplifiée, le modèle retient que la construction de bureaux s'accroît avec le prix de vente et l'encours de crédit aux promoteurs, mais diminue avec le coût de ce crédit ou celui de la construction. L'offre nouvelle de bureaux découle des mises en chantier commencées deux ans auparavant en moyenne. Elles résultent donc de conditions macroéconomiques passées. La demande s'accroît lorsque l'emploi, la production ou l'excédent brut d'exploitation des entreprises sont tirés vers le haut, mais se réduit lorsque les loyers augmentent. Les conditions économiques contemporaines à la demande engendrent une demande immédiate de bureaux qui vient se confronter à l'offre actuelle constituée du stock de la période précédente auquel s'ajoutent les mises en chantier décidées deux ans auparavant.

En théorie, le loyer est déterminé par la confrontation de l'offre et de la demande sur le marché de la location et donc par le taux de

Le loyer s'accroît avec les tensions entre l'offre et la demande



vacance. Dans l'équation, nous n'avons pas introduit le taux de vacance en tant que tel, mais un indicateur de tension du marché, évalué à partir du rapport entre la demande placée et l'offre totale, elle-même constituée de l'offre nouvelle et des stocks anciens.

De plus, afin de tenir compte de la relation étroite entre le marché de la location et le marché de l'investissement, nous avons intégré la variation des prix dans l'équation d'ajustement des loyers. Le niveau des prix est déterminé par l'indicateur de tension du marché précédent et par l'évolution du prix théorique. Celui-ci s'obtient par la somme actualisée des revenus nets sur dix ans et du produit de la revente au prix d'achat en francs constants.

Ainsi, une croissance relativement plus forte de la demande par rapport à l'offre se traduit, toutes choses égales par ailleurs, par une hausse plus soutenue des prix. Par ailleurs, si l'investisseur s'attend à une augmentation des loyers, et donc de ses flux futurs, il accepte d'acquérir le bien immobilier à un prix plus élevé. Ainsi, les prix permettent l'ajustement de la demande des investisseurs et de l'offre nouvelle des constructeurs. (Pour une présentation plus technique des résultats économétriques se reporter à l'annexe.)

## Les limites du modèle

Le modèle se basant sur des données quantitatives, les aspects réglementaires et législatifs du marché immobilier ne peuvent être pris en compte que de manière indirecte. Pourtant, le maintien ou la libéralisation de la procédure d'agrément en Ile-de-France, les plus ou moins grandes difficultés à obtenir des autorisations de construire, les nombreuses règles d'urbanisme applicables jouent fortement sur le niveau de l'offre d'immobilier qui s'avère plus ou moins contrainte. Pour pallier cette limite, et compte tenu de notre connaissance des programmes futurs, nous avons élaboré un scénario alternatif crédible où le niveau des mises en chantier a été délibérément plafonné.

La demande placée, c'est-à-dire la somme des transactions réalisées sur le marché des utilisateurs pendant une année donnée, constitue un indicateur incontournable, notamment en raison de son caractère « objectif ». Son utilisation dans notre modèle présente néanmoins quelques inconvénients. Ainsi, il s'agit d'une évaluation « ex-post », qui ne traduit qu'en partie la totalité de la demande réelle des utilisateurs, parfois appréhendée par le concept de « demande exprimée ». Or, dans l'idéal, il faudrait disposer des couples de données « surface recherchée/fourchette de loyer acceptable » sur longue période, ce qui n'est pas le cas à l'heure actuelle. Par ailleurs, elle est considérée ici comme un ensemble homogène au niveau de l'Ile-de-France, notamment parce que les données statistiques macroéconomiques correspondantes ne sont pas disponibles à un niveau départemental ou

Le dynamisme de l'activité envisagé jusqu'en 2004 soutient le niveau de la demande de bureau en Ile-de-France

Perspectives macroéconomiques à moyen terme pour la France (variations en %)				
	PIB en volume	Emploi total	Prix de détail	Obligations d'Etat à 10 ans
2000	3,4	2,3	1,7	5,5
2001	2,9	1,4	1,8	5,6
2002	2,6	1,2	1,4	5,3
2003	2,7	1	1,2	5,0
2004	2,8	0,6	1,2	5,0

communal. En conséquence, le modèle appréhende l'évolution globale de la demande placée, sans distinguer les différences de comportement des utilisateurs en fonction des secteurs géographiques, des segments de surfaces, des besoins qualitatifs et/ou des motivations (croissance des effectifs, réorganisation interne, fusion, modernisation de l'outil de travail, etc.). La demande placée agglomère notamment les changements de localisation des utilisateurs, qui sont compensés par la libération des locaux précédemment occupés, et les extensions qui impliquent une consommation nette du stock disponible (immédiatement ou à venir).

Enfin, la demande placée inclut une proportion variable de pré-commercialisations, c'est-à-dire d'accords sur des locaux qui seront livrés un, deux, voire trois ans plus tard. Cette demande qui s'adosse à une offre future découle pourtant des conditions macroéconomiques contemporaines et non de celles qui existeront lors de la livraison effective des bureaux. Il paraît donc pertinent d'inclure les pré-commercialisations dans la logique globale de la demande actuelle et non future. Cependant, dès que de telles séries seront disponibles, nous différencierons dans l'analyse la demande immédiate de la demande pré-commercialisée.

Les séries de loyers et de prix utilisées dans le modèle concernent les meilleures références observées, c'est à dire les meilleurs immeubles de bureaux (dits « prime »). Il s'agit de la moyenne pondérée des loyers et prix des meilleures localisations observés dans quatre secteurs géographiques représentatifs de l'essentiel du marché des bureaux en

Ile-de-France : a) le Quartier Central des Affaires (QCA) de Paris (qui regroupe les 1er, 2e, 8e, 9e, 16e et 17e arrondissements), b) La Défense, c) les communes de la proche périphérie Ouest de Paris (de Levallois-Perret au Nord-Ouest à Issy-les-Moulineaux au Sud-Ouest) et d) l'Est de Paris (à l'exclusion des secteurs de la Gare de Lyon, de Bercy et de Paris-Rive Gauche, dont les caractéristiques se rapprochent des quartiers d'affaires de l'Ouest parisien). Ces loyers et prix « prime » sont, en effet, les seules données disponibles sur longue période et donc utilisables dans le cadre d'une modélisation. Or, bien que ces loyers soient souvent utilisés comme valeurs de référence (ou valeurs « étalon »), ces transactions « prime » ne représentent qu'une faible partie des transactions totales. Les prévisions de loyers et de prix issues du modèle sont donc à considérer comme des valeurs hautes du marché des bureaux. L'idéal serait de disposer à l'avenir de séries longues de loyers et de prix moyens pondérés.

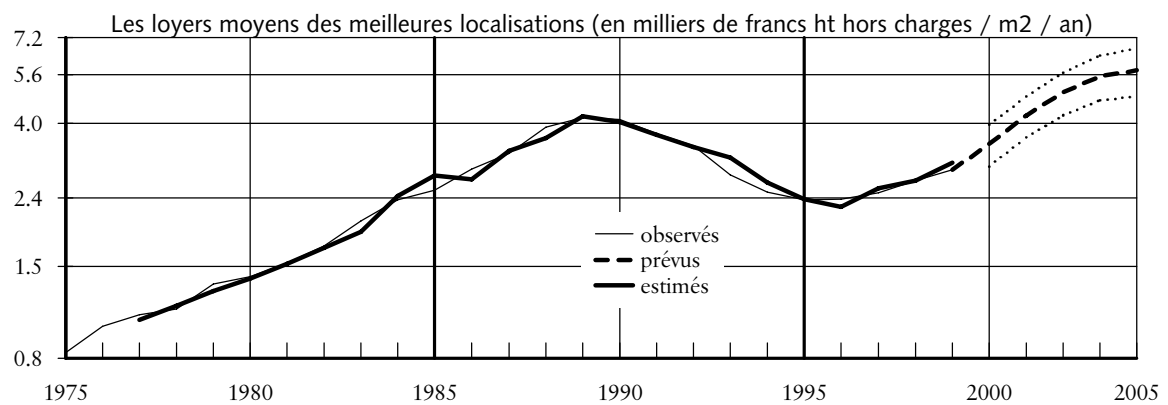
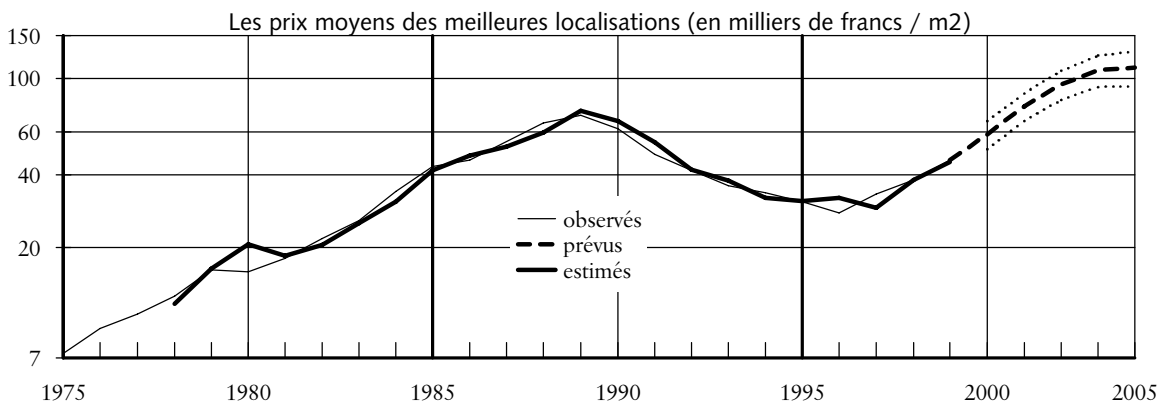
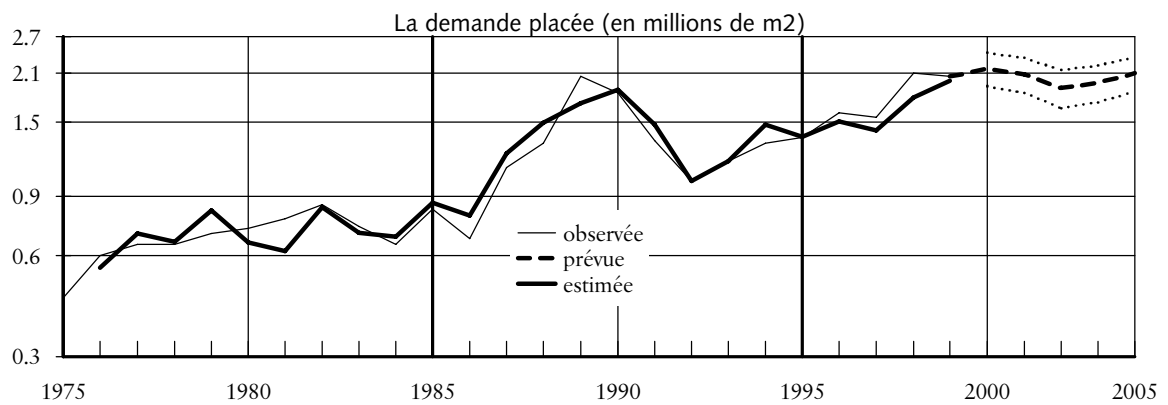
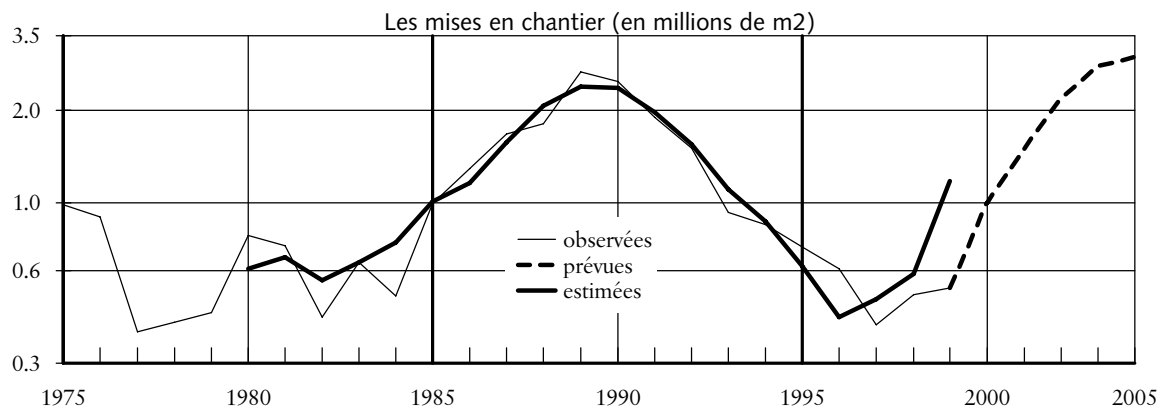
### Une simulation des perspectives du marché des bureaux d'Ile-de-France à moyen terme

L'environnement macroéconomique retenu par le modèle découle à court terme des perspectives françaises présentées dans cette revue et pour la période 2002-2004, du scénario publié dans le n° 68 de la

Les perspectives de croissance jusqu'en 2004 sont bien meilleures que celles de 1990-1994

Comparaison des données macroéconomiques sur les périodes 1990-94 et 2000-04		
	1990-1994	2000-2004*
Production industrielle	- 0,6	+ 2,9
E.B.E. des sociétés non financières	+ 1,7	+ 3,9
Emploi intérieur total	- 0,4	+ 1,3
Emploi de bureau en Île-de-France	+ 0,4	+ 2,0
Taux moyen du crédit aux entreprises	10,0	5,6
* Perspectives Rexecode		

## Prévisions du modèle de bureau en Ile de France



Source : modèle Bourdais-Rexecode

© REXECODE

Revue de Rexecode. Le scénario que nous retenons pour la France est celui d'une croissance forte en 2000, à 3,4 %, ralentissant en 2001 à 2,9 %, et se stabilisant autour de 2,7 % jusqu'en 2004. Pendant cette période, le taux de chômage continuerait de diminuer pour atteindre 8,3 % en 2004 et l'inflation resterait sous contrôle, autour de 1,2 %, à partir de 2002. Le taux de croissance de l'investissement resterait élevé jusqu'en 2001, puis se maintiendrait autour de 3,2 % l'an, soutenu par la détente des taux à partir de 2002. En conséquence, contrairement aux années 1990-94, la période 2000-04 connaîtrait une activité soutenue avec deux premières années particulièrement fortes. C'est ce schéma général de l'environnement macroéconomique qui sous-tend les prévisions utilisées par le modèle.

### Les résultats du modèle : une tension sur le marché qui se prolonge jusqu'en 2004

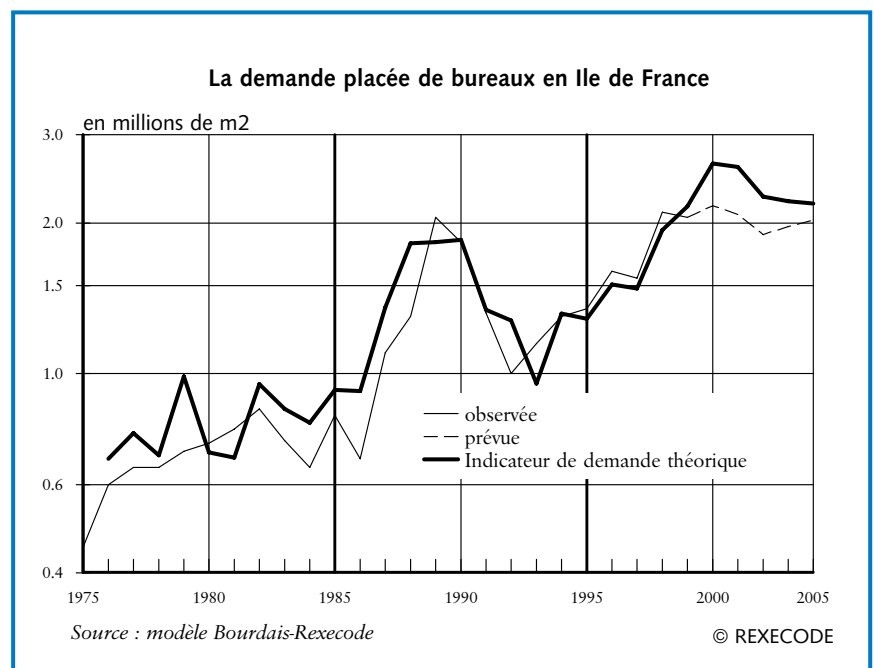
Sous l'hypothèse que le foncier constructible nécessaire soit immédiatement disponible, la modélisation extrapole des mises en chantiers à 2 millions de m<sup>2</sup> en 2002, 2,6 millions en 2003 et 2,9 millions en 2004 ; soit un niveau légèrement supérieur au dernier point haut de 1989 quand 2,7 millions de m<sup>2</sup> de bureaux avaient été mis en chantier. Cette croissance rapide de l'offre nouvelle de bureaux peut toutefois paraître excessive en comparaison des 850 000 m<sup>2</sup> construits en 1999 et du million de m<sup>2</sup> attendu en 2000.

Après un point haut atteint en 2000, la demande placée prévue par le modèle devrait se stabiliser autour de 2 millions m<sup>2</sup> par an jus-

qu'en 2004. Avant 1998, un tel seuil n'a été dépassé qu'en 1989, juste avant le déclenchement de la crise immobilière. Cependant les déterminants macroéconomiques envisagés sont très différents de ceux qui régissaient le marché au début de la décennie 90 ainsi que le montre le tableau de comparaison (p. 39). Par ailleurs, l'observation des huit premiers mois de l'année permet d'anticiper une demande placée totale en 2000 comprise entre 2,3 et 2,6 millions de m<sup>2</sup>, significativement au-dessus de la prévision du modèle. Cet écart est lié à un effet d'accélération. Les grands utilisateurs anticipent la poursuite de la hausse des loyers en raison de la pénurie de locaux et se positionnent, dès à présent, sur des programmes livrables dans deux à trois ans.

Afin de bien distinguer les déterminants fondamentaux de la demande placée, nous avons construit un indicateur de « demande théorique ». Celui-ci est construit à partir de l'estimation de l'équation de demande placée au prix de l'année précédente. Il dépend donc

Le niveau élevé de l'indicateur de « demande théorique » ne laisse pas présager de retournement à court terme



des évolutions de l'emploi en France – et plus spécifiquement de l'emploi de bureau en Ile-de-France – de la production industrielle et de l'excédent brut d'exploitation des entreprises. Entre 1998 et 1990, l'indicateur de demande théorique a plafonné, suggérant ainsi que les fondamentaux macroéconomiques n'étaient pas suffisants pour absorber la production de bureaux.

Il apparaît ainsi que la profondeur de la crise immobilière du début des années 1990 était la conséquence de la conjonction de l'éclatement d'une bulle spéculative et du retournement de la conjoncture macroéconomique. Le maintien de l'indicateur de demande théorique à un niveau nettement supérieur à 2 millions de m<sup>2</sup> au cours des cinq prochaines années ne laisse présager aucun retournement brutal de conjoncture dans l'immobilier de bureaux francilien d'ici 2004.

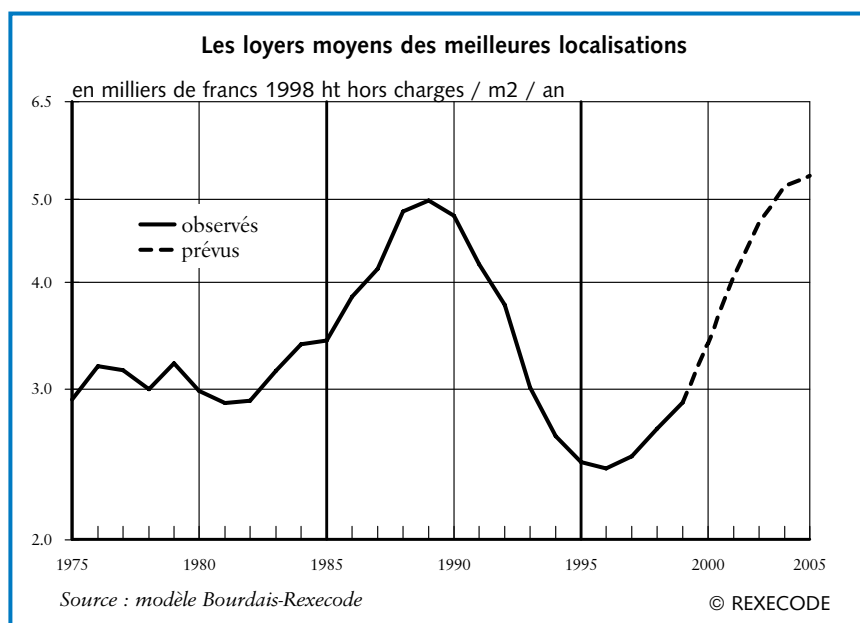
Cette tension entre l'offre et la demande se répercute directement sur le taux de vacance à moins d'un an qui évoluerait à des niveaux inférieurs à celui du seuil théorique de

fluidité du marché, estimé à 7 %. Les points bas seraient atteints en 2001 et 2002 avec un taux de vacance à moins d'un an de 3,7 % (contre 4,2 % au 1er septembre 2000) pour remonter en 2004 à 6,3 %.

Avec des taux de vacance aussi faibles, les loyers et les prix ne peuvent que croître rapidement. Le loyer moyen des meilleures localisations devrait augmenter d'environ 22 % en 2001, puis de façon plus modérée jusqu'en 2004. Les prix se situeraient, selon le modèle, dans une fourchette de 3 600 à 4 800 FF HT HC/m<sup>2</sup>/an en 2001 et de 4 800 à 6 700 FF HT HC/m<sup>2</sup>/an en 2004. Le prix moyen des meilleures localisations devrait croître d'environ 31 % en 2001 pour atteindre à cette date une fourchette de prix allant de 66 000 à 86 000 FF/m<sup>2</sup>. La progression se ralentirait jusqu'en 2004, les prix variant alors, selon le modèle, entre 93 000 et 129 000 FF/m<sup>2</sup>. Exprimés en francs constants de 1998, les loyers de 1989 ne seraient cependant dépassés qu'en 2004, le loyer de 2004 n'étant supérieur que de 7 % à celui de 1989.

Bien que reposant sur des fondamentaux macroéconomiques solides, une telle accélération des prix et des loyers soulève la question du seuil « d'acceptabilité » au-delà duquel des solutions alternatives sont envisagées par les utilisateurs. Face à la progression des coûts, les entreprises pourraient être amenées à privilégier des localisations dans des zones périphériques ou à l'étranger. Cette question est d'autant plus importante que nous n'avons pas simulé les contraintes qui pèsent actuellement sur l'offre et attisent plus encore les tensions.

**Les loyers moyens des meilleurs localisations en francs constants ne dépasseraient leur niveau de 1989 qu'en 2004**





## La prolongation de la contrainte d'offre sur le marché francilien

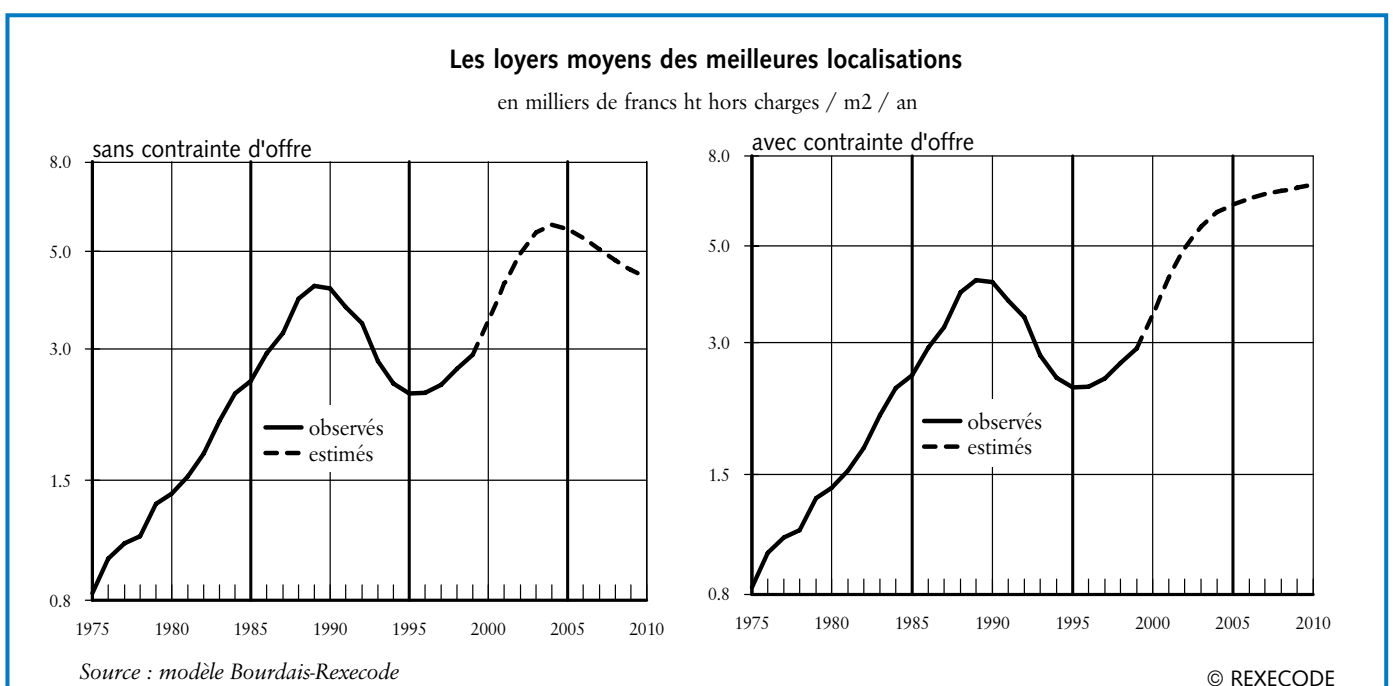
Ce scénario utilise les mêmes perspectives économiques que le précédent mais ajoute une contrainte réaliste au niveau de l'offre nouvelle. En raison de l'existence d'un délai moyen de deux années entre les mises en chantier et les livraisons de bureaux, les années 2001, 2002 et 2003 sont identiques dans les deux scénarios. Il n'y a donc que 2004 qui diffère dans les résultats de la modélisation de moyen terme du marché francilien des bureaux. Ce constat est essentiel car il montre à quel point, à scénario macroéconomique inchangé, l'inertie du secteur lié au délai des mises en chantier est forte.

A l'horizon 2003, 2,1 millions de m<sup>2</sup> de bureaux de surface supérieure ou égale à 5000 m<sup>2</sup> seront disponibles de manière certaine sur le marché francilien. Cependant, 33 % de ces surfaces nouvelles sont déjà pré-commercialisées, laissant présager la poursuite de la pénurie

actuelle à moyen terme. L'accélération des pré-commercialisations, déjà constatée au cours du 1er semestre 2000, devrait se poursuivre, consommant ainsi par anticipation le stock futur. Par ailleurs, même en intégrant les disponibilités quasi-certaines et potentielles, le total des offres futures prévisibles à l'heure actuelle ne dépasse pas 1,2 million de m<sup>2</sup> par an d'ici 2002, et atteint 1,5 million de m<sup>2</sup> en 2003.

Si l'on tient compte d'un coefficient moyen de 30 % de surfaces supplémentaires inférieures à 5 000 m<sup>2</sup> livrées chaque année, les disponibilités futures totales n'atteindraient pas 1,6 millions de m<sup>2</sup> par an jusqu'en 2003. En effet, des contraintes administratives et réglementaires fortes limitent la disponibilité effective de terrains constructibles : agrément constructeur, allongement des procédures d'ouverture à l'urbanisation, impact sur le délai d'obtention d'un permis de construire lié à l'insécurité juridique accrue, etc. La modélisation ne pouvant tenir compte de ces contraintes liées au fonctionne-

Un accroissement rapide des mises en chantier permettrait une détente des loyers à partir de 2005





ment du marché immobilier, et compte tenu des livraisons futures d'ores et déjà identifiées, les mises en chantier ont été volontairement plafonnées dans ce scénario à 1 million de m<sup>2</sup> en 2000 et à 1,5 million de m<sup>2</sup> par an à partir de 2001 (en intégrant une pondération des disponibilités potentielles, eu égard aux inévitables aléas pouvant les affecter).

Comme on peut s'y attendre, la différence essentielle entre les deux scénarii réside dans l'existence de tensions supérieures lorsqu'une contrainte d'offre est introduite. En effet, dans le modèle avec offre contrainte les loyers et les prix croissent respectivement de 7,7 % et 8,2 % en 2004 contre 4,2 % et 2,8 % pour l'hypothèse de liberté des mises en chantier. De façon concomitante, le taux de vacance ne reviendrait plus qu'à 5,5 % en 2004 contre 6,3 % dans le premier scénario. De tels résultats, sur une année, ne permettent pas de bien réaliser les conséquences à long terme du manque de dynamisme actuel de l'offre nouvelle. Aussi nous nous sommes livrés à un exercice sans portée prévisionnelle réelle, mais destiné à illustrer les tensions qu'engendrerait après 2004 la poursuite des difficultés de mises en chantier.

Pour établir ces perspectives, nous avons fait fonctionner le modèle en prenant comme base de travail une croissance équilibrée de 2,5 % par an entre 2005 et 2010. Il s'agit de la tendance de long terme supposée de l'économie française. Il convient de bien garder à l'esprit la volonté illustrative de cet exercice, les inévitables écarts à la tendance n'étant pas prévisibles aujourd'hui. Dans l'hypothèse non contrainte, les tensions disparaissent dès 2005. Le taux de vacance repasse au-dessus de son seuil de fluidité théorique de 7 % pour atteindre 9,4 %. Les prix et les loyers diminuent respectivement de 6,6 % et 2,2 % en 2005 et poursuivent leur baisse jusqu'en 2010. A l'inverse, dans le scénario contraint, les tensions se poursuivent jusqu'en 2007, date à partir de laquelle les loyers et les prix se stabilisent à des niveaux extrêmement élevés, soit respectivement 6 700 F HT HC/m<sup>2</sup>/an et 121 000 F/m<sup>2</sup>.

Il faut retenir de cet exercice que si les mises en chantier actuelles conditionnent la situation du marché pour environ trois ans, ce sont les mises en chantier des trois prochaines années qui conditionneront l'évolution du marché francilien après 2004 en lui permettant ou non de faire disparaître les tensions auxquelles il est actuellement soumis. ■

### Equation de demande

$\text{Log}(\text{demande}) = a_0 + a_1 \cdot \log(\text{EBE}) + a_2 \cdot \text{tx croissance de l'emploi de bureau en IdF} + a_3 \cdot \text{tx croissance des loyers} + a_4 \cdot \text{tx croissance IPI} + a_5 \cdot \text{tx croissance de l'emploi en France t-1}$

Estimation par la méthode des moindres carrés

Période d'estimation : .....1974 - 1999  
 Variable dépendante : .....log(demande placée)  
 R2 .....0.936202  
 R2 corrigé .....0.913685  
 Durbin-Watson .....1.641591  
 Ecart-type de la régression : .....0.123360207

Variable	Coefficient	Std Error	T-Stat	Signif
0.Constante	8.73305748	0.44348943	19.69169	0.00000000
1.EBE SQS	0.62407779	0.05416137	11.52256	0.00000000
2.Taux de croissance de l'emploi de bureau en Ile-de-France	5.36363675	1.45936226	3.67533	0.00187567
3.Taux croissance des loyers	- 1.00280254	0.35275114	- 2.84280	0.01124379
4.Taux de croissance de l'IPI	4.36952489	1.10435446	3.95663	0.00101858
5.Taux var. emploi France t-1	14.43838269	3.44840919	4.18697	0.00061878

### Equation de formation des prix

Taux de croissance des prix =  $a_0 + a_1 \cdot \text{tx croissance des prix théoriques} + a_2 \cdot \text{" marché "}$   
 $+ a_3 \cdot (\text{prix t-1} - \text{prix théorique t-1})$

avec : " marché " = demande / stocks t-1 + mises en chantier t-2

Estimation par la méthode des moindres carrés

Période d'estimation : .....1974 - 1999  
 Variable dépendante : .....taux de croissance des prix  
 R2 .....0.707554  
 R2 corrigé .....0.661379  
 Durbin-Watson .....1.915763  
 Ecart-type de la régression : .....9.218799587

Variable	Coefficient	Std Error	T-Stat	Signif
0. Constante	2.041966475	7.972242932	0.25613	0.80059967
1. Tx croissance prix théorique	0.324056804	0.151813812	2.13457	0.04604119
2. Variable de " marché "	0.594228692	0.139700324	4.25360	0.00042948
3. (prix - prix théorique) t-1	- 0.167793438	0.051444291	-3.26165	0.00410477

## Equation de formation des loyers

Taux de croissance des loyers =  $a_0 + a_1 \times \text{taux croissance des prix} + a_2 \times \text{" marché "}$   
 avec : " marché " = demande / stocks t-1 + mises en chantier t-2

Estimation par la méthode des moindres carrés

Période d'estimation : .....1974 - 1999  
 Variable dépendante : .....taux de croissance des loyers  
 R2 .....0.730507  
 R2 corrigé .....0.789003  
 Durbin-Watson .....2.167132  
 Ecart-type de la régression : .....5.573355241

Variable	Coefficient	Std Error	T-Stat	Signif
0. Constant	-6.304576819	3.637212418	-1.73335	0.09842399
1. Taux croissance des prix	0.407570981	0.094625311	4.30721	0.00034304
2. Variable de " marché "	0.194582646	0.092330241	2.10746	0.04789664

## Equation d'offre

### 1 Relation de long terme

Mises en chantier =  $a_0 + a_1 \times \text{prix} + a_2 \times \text{BT01} + a_3 \times \text{encours de crédit promoteurs} + a_4 \times \text{coût du crédit} + u_t$   
 avec  $u_t$  = résidus de l'équation

Estimation par la méthode des moindres carrés

Période d'estimation : .....1979 - 1998  
 Variable dépendante : .....mises en chantier en m2  
 R2 .....0.802288  
 R2 corrigé .....0.791743  
 Durbin-Watson .....1.195099  
 Ecart-type de la régression : .....82749.4

Variable	Coefficient	Std Error	T-Stat	Signif
0. Constante	106612.4657	42186.5815	2.52717	0.01360483
1. Prix de vente	11.9147	0.7938	15.01015	0.00000000
2. Indice du BT01	- 869.9062	127.9488	- 6.79886	0.00000000
3. Encours de crédit	2195.5764	247.3612	8.87599	0.00000000
4. Coût du crédit	- 11594.4991	4939.8299	- 2.34715	0.02155890

### 2 Ajustement de court terme

Variation des mises en chantier =  $b_0 + b_1 \times \text{taux croissance loyers} + b_2 \times \text{variation du taux de construction} + b_3 \times u_{t-1}$   
 avec taux de construction = mises en chantier / parc

Variable dépendante : variation des mises en chantier en m2

Durbin-Watson .....2.217796  
 Ecart-type de la régression : .....76620

Variable	Coefficient	Std Error	T-Stat	Signif
0.Constante	- 4486.772	9195.704	- 0.48792	0.62706852
1.Terme de rappel u t-1	- 0.595	0.109	- 5.47684	0.00000058
2.Taux croissance des loyers	613822.908	286190.471	2.14481	0.03529662
3.Var du tx de construction t-2	- 613.345	2948337.770	- 2.13633	0.03600549

## Sommaire des numéros antérieurs

*(les numéros 1 à 35 ont été publiés sous le timbre Revue de l'Ipecode)*

---

- N°1 (mars 1983) - Le modèle ICARE  
N°2 (juillet 1983) - Perspectives pour l'économie française 1983  
N°3 (novembre 1983) - Perspectives pour l'économie française 1983-1984  
N°4 (février 1984) (1) - Le partage de la valeur ajoutée dans l'économie française 1970-1982  
N°5 (juin 1984) - Perspectives pour l'économie française 1984-1985  
N°6 (novembre 1984) (1) - Rentabilité et endettement des entreprises françaises
- N°7 (février 1985) - L'encadrement du crédit : abolition ou consolidation ?  
N°8 (juin 1985) - Perspectives pour l'économie française 1985-1986  
N°9 (octobre 1985) - Performances des entreprises françaises 1970-1984  
N°10 (décembre 1985) (1) - L'économie française en 1985 et 1986
- N°11 (mars 1986) (1) - Le coût des licenciements et son incidence sur l'emploi  
- La dette publique française  
N°12 (juin 1986) (1) - Perspectives pour l'économie française 1986-1987  
- Du bon usage du contre-choc pétrolier  
N° Hors Série (oct. 86) (1) - L'agriculture française en 1986  
N°13 (décembre 1986) - Prévisions monétaires et financières pour 1976-1987  
- Comportement financier des ménages  
- Comportement financier des entreprises.  
N°14 (décembre 1986) - L'économie française en 1986-1987
- N°15 (avril 1987) - Perspectives pour l'économie française 1987-1988  
- La libération des prix des services :  
dérapages ou rattrapages ?  
N°16 (juin 1987) - Le rôle des réserves obligatoires dans la politique monétaire  
- La collecte des liquidités depuis 1970  
- Le coût du travail en France et en Allemagne  
N° Hors Série (oct. 1987) (1) - L'agriculture française en 1987  
N°17 (novembre 1987) (1) - La politique de taux d'intérêt des grandes banques centrales  
- Les importations françaises : une analyse statistique  
N° 18 (décembre 1987) - Le cours des actions françaises et américaines  
- Les conséquences de la crise boursière  
sur les comportements de dépense  
- Le développement récent du crédit à la consommation  
- Trois scénarios pour l'économie mondiale  
- L'économie française en 1988
- N° 19 (avril 1988) - Les dépenses des administrations publiques  
en France et en Allemagne  
- Déficit public et déficit extérieur ? Y a-t-il un lien ?  
- L'économie française jusqu'en 1992  
- Le degré de liberté de la politique économique  
N° 20 (juillet 1988) - Perspectives pour l'économie française 1988-1989  
- Les faillites d'entreprises  
- Réflexions sur la fonction de demande de monnaie aux Etats-Unis  
N° 21 (octobre 1988) - L'économie française en 1988 et 1989  
- La transmission des fluctuations boursières : un peu d'économétrie  
N° 22 (décembre 1988) - De 1988 à 1989, à travers le modèle ICARE réestimé  
de l'IPECODE  
- ICARE 1980, le modèle en nouvelle base de comptabilité nationale  
- La situation financière du secteur Textile-Habillement

N°23 (avril 1989)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 1989-1990, l'inflexion dans la continuité</li> <li>- Perspectives pour l'économie française 1989-1990</li> <li>- La rémanence de la TVA en France, les conséquences de la suppression de la TVA grévant les produits pétroliers blancs</li> </ul>
N°24 (juillet 1989)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 1989-1990, quelle inflexion, quelle continuité ?</li> <li>- Les nouvelles prévisions conjoncturelles de l'IPECODE</li> <li>- Une augmentation des investissements formation</li> <li>- Les statistiques d'investissements formation</li> </ul>
N° 25 (octobre 1989)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Perspectives pour l'économie française 1989-1990</li> </ul>
N°26-27 (avril 1990)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- L'économie mondiale en 1990 et 1991</li> <li>- L'économie française en 1990-1991</li> <li>- Un modèle conjoncturel international : IMAGE</li> <li>- L'investissement dans le modèle ICARE</li> <li>- L'agriculture française face aux nouvelles données européennes et mondiales</li> </ul>
N° 28 (juillet 1990)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Croissance et répartition : des contraintes inévitables</li> <li>- L'économie mondiale à l'horizon 1995 : des raisons d'optimisme</li> <li>- Projections de l'économie française jusqu'en 1995</li> </ul>
N° Hors Série (sept. 1990)(1)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les effets des "chocs d'août 1990" sur l'économie française</li> </ul>
N° 29 (décembre 1990)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Une projection de l'économie française pour 1991-1992</li> </ul>
N° Hors Série	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les marges de la politique économique au printemps 1991</li> </ul>
(n°s 30-31) (avril 91) (1)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Perspectives économiques pour 1991-1992</li> </ul>
N° Hors Série (n°32) (juillet 1991) (1)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- S'il se prolongeait, le recul de l'investissement pèserait sur les perspectives économiques françaises</li> </ul>
N°Hors Série (n°33) (octobre 1991) (1)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Politique Economique et Perspectives pour 1992</li> </ul>
N° Hors série (n°34) (janvier 1992) (1)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Le « choc » de la crise du Golfe a-t-il durablement modifié le comportement de consommation des ménages ?</li> </ul>
N° 35 (avril 1992)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Perspectives Economiques pour 1992 et 1993</li> </ul>
N° 36 (juillet 1992)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- L'entreprise et la pratique de l'intéressement</li> </ul>
N° 37 (octobre 1992)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 1993 : à la recherche d'une stratégie économique</li> <li>- Perspectives d'environnement international pour 1992 et 1993</li> <li>- Perspectives de l'économie française pour 1992 et 1993</li> <li>- Dévaluation et taux d'intérêt</li> </ul>
N° 38 (janvier 1993)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Déficit et dettes publiques dans les pays de la CEE : « l'effet boule de neige »</li> </ul>
N° 39 (avril 1993)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La situation économique en Russie : faits, analyses et perspectives</li> <li>- Perspectives économiques 1993-1994</li> </ul>
N° 40 (juillet 1993)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La situation financière des entreprises françaises au début 1993</li> <li>- Allemagne : après la réunification, une consolidation laborieuse</li> <li>- Agriculture : quelques enjeux macroéconomiques et commerciaux liés à la réforme de la PAC</li> <li>- R&amp;D et performances à l'exportation</li> </ul>
N° 41 (octobre 1993)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Indicateurs des cycles conjoncturels 1974-1993</li> <li>- Perspectives économiques 1993-1994</li> </ul>
N° 42 (janvier 1994)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Points de vue sur le commerce mondial</li> </ul>
N° 43 (avril 1994)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Perspectives économiques 1994-1995</li> </ul>
N° 44 (juillet 1994)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Effort pour l'environnement des entreprises françaises</li> <li>- Tendances du commerce extérieur et de la compétitivité française</li> <li>- Evolution des placements et de l'endettement des ménages en France</li> </ul>

- N° 45 (octobre 1994)
- Perspectives économiques 1994-1995
  - La situation financière des entreprises françaises
  - Les erreurs de mesure des comptes trimestriels
  - Performances comparées à l'exportation
- N° 46 (janvier 1995)
- Peut-on expliquer les fluctuations récentes du change dollar/mark ?
  - Le marché des bureaux analysé du côté de la demande
  - Une prévision à court terme de l'investissement productif au Japon
  - Population et PIB : un aperçu des tendances longues
- N° 47 (avril 1995)
- Perspectives économiques 1995-1996
  - Quelques aspects statistiques de la réunification allemande
- N° 48 (juillet 1995)
- Industrie 1995 : le rapport de Rexecode pour le G.f.i
- N° 49 (octobre 1995)
- Perspectives 1995 - 1996
- N° 50 (février 1996)
- Le transport de marchandises : comment mesurer le service rendu
  - Graphiques du cycle conjoncturel
- N° 51 (avril 1996)
- Perspectives 1996 - 1997
- N° 52 (juillet 1996)
- Industrie 96 : relancer l'industrie par l'innovation
  - L'industrie française dans l'expectative
  - L'excédent industriel augmente, les parts de marché reculent
  - Le cercle vertueux de l'innovation
  - Des positions françaises meilleures en recherche qu'en innovation
  - Renforcer notre capacité d'innovation
- N° 53 (octobre 1996)
- Perspectives conjoncturelles meilleures,  
mais l'ajustement structurel reste indispensable
  - Perspectives de l'économie française
  - Perspectives mondiales
  - Une comparaison des finances publiques de la France et de l'Allemagne
  - Notre problème actuel est-il vraiment la déflation ?
- N° 54 (1er trim. 1997)
- Quels effets attendre de la loi Robien
  - L'apport de la cotation en bourse
  - La Corée du Sud à la recherche d'un nouvel équilibre
  - Perspectives démographiques mondiales
  - Projections démographiques dans cinq grands pays européens
- N° 55 (2ème trim. 1997)
- Perspectives de l'économie française
  - Perspectives de l'économie mondiale
  - Tableaux de la convergence européenne
  - Graphiques des cycles conjoncturels
- N° 56 (3ème trim. 1997)
- L'Europe contrainte au changement structurel
  - Dépenses publiques et emploi : l'exemple des Pays-Bas
  - Perspectives de la croissance asiatique
  - Trois questions sur l'euro
- N° 57 (4ème trim. 1997)
- Des concepts pour un bon diagnostic économique :  
profitabilité et surplus de productivité.
  - Perspectives de l'économie française
  - Perspectives de l'économie mondiale
  - Dépenses publiques françaises : une mise en perspective internationale
  - Supplément au n°57 : retrouver le chemin  
de l'investissement industriel
- N° 58 (1er trim. 1998)
- Editorial : 35 heures entre utopies et réalité
  - Incidence des charges fiscales et sociales sur la localisation d'activité
  - Les performances comparées de l'Europe et des Etats-Unis
  - La conjoncture brésilienne en 1997
  - Une comparaison de l'emploi dans le commerce de détail  
en France et aux Etats-Unis

- N° 59 (2ème trim. 1998) - Editorial : la conjoncture est favorable à l'euro  
 - Perspectives économiques de l'économie mondiale pour 1998 et 1999  
 - Graphiques des cycles conjoncturels
- N° 60 (3ème trim. 1998) - Editorial : le paradoxe de la compétitivité industrielle française  
 - La compétitivité industrielle française à la veille de l'euro
- N° 61 (4ème trim. 1998) - Editorial : pour une méthode budgétaire plus prudente  
 et plus réactive  
 - Les perspectives économiques pour 1998 et 1999  
 - Graphiques des cycles conjoncturels
- N° 62 (1er trim. 1999) - Editorial : la convergence fiscale ne progresse pas dans la zone euro  
 - Une comparaison économique de la France et des Pays-Bas  
 - L'investissement productif en France
- N° 63 (2ème trim. 1999) - Editorial : l'euro apportera-t-il à l'Europe une croissance  
 à l'américaine ?  
 - Perspectives économiques pour 1999 et 2000  
 - Perspectives de l'économie française  
 - Graphiques des cycles conjoncturels
- N° 64 (3ème trim. 1999) - Editorial : législation protectrice de l'emploi  
 et performance du marché du travail  
 - Perspectives 1999-2003  
 - Perspectives françaises  
 - Les scénarios des 35 heures  
 - Perspectives mondiales  
 - Graphiques des cycles conjoncturels
- N° 65 (4ème trim. 1999) - Editorial : penser l'avenir bien au-delà de l'an 2000  
 - Perspectives économiques pour 1999-2000  
 - Perspectives de l'économie mondiale  
 - Perspectives de l'économie française  
 - Une évaluation sectorielle de l'impact *ex ante* des 35 heures
- N° 66 (1er trim. 2000) - Editorial : quelle croissance longue pour l'économie française ?  
 - Quatre aspects de la nouvelle économie :  
 La réalité du New Age n'est pas prouvée - *Anton Brender*  
 L'avènement du travail polyvalent - *Daniel Cohen*  
 Nouvelle économie et nouvelles technologies - *Michel Didier*  
 La France sur les traces des Etats-Unis ? *Jean Pisani-Ferry*
- N° 67 (2ème trim. 2000) - Editorial : une belle phase d'expansion mondiale,  
 qu'en ferons-nous ?  
 - Perspectives de l'économie mondiale 2000-2001  
 - Présentation générale des perspectives  
 - Perspectives économiques des principaux pays  
 - Perspectives des finances publiques des grands pays
- N° 68 (3ème trim. 2000) - Editorial : une présidence européenne qui arrive au bon moment  
 - Vers un nouvel âge d'or de la croissance européenne  
 - Une croissance des pays émergents de 5 à 6 %  
 est financièrement soutenable  
 - Accélération de la productivité globale des facteurs aux Etats-Unis  
 - Vagues d'innovation, nouvelles technologies  
 et croissance économique  
 - Ralentissement démographique général et vieillissement  
 de la population



# revue de Rexecode

---

n° 69  
4ème trimestre 2000

Rexecode  
Centre de Recherches pour l'Expansion de l'Economie  
et le développement des Entreprises

---

Un centre d'études économiques indépendant  
ouvert aux entreprises

Créé en 1957, Rexecode est la première association française de recherches et d'études économiques privée et indépendante tournée vers l'entreprise. Rexecode est ouvert à toute entreprise ou organisation professionnelle soucieuse d'être directement et immédiatement informée des changements économiques en cours et de soutenir les objectifs de l'association. Rexecode compte aujourd'hui environ une centaine d'adhérents parmi les tous premiers groupes industriels ou financiers français.

Une veille conjoncturelle permanente

Rexecode assure une veille conjoncturelle permanente grâce à des données mises à jour et vérifiées quotidiennement, à des analyses régulières de la conjoncture et à une exploration des tendances probables de l'économie française et internationale. Les analyses des économistes de Rexecode font l'objet de documents écrits, adressés aux adhérents à des fréquences hebdomadaires, mensuelles, trimestrielles ou annuelles. Elles sont régulièrement présentées et discutées au cours de réunions de travail qui permettent un échange avec l'équipe de Rexecode mais aussi entre les adhérents.

Un regard d'entreprise sur la politique économique

Outre ses travaux d'analyse conjoncturelle, Rexecode est consulté en tant qu'expert au sein d'instances telles que le Groupe Technique de la Commission des Comptes de la Nation, les Commissions du Plan, les groupes GPA du Medef. Il intervient de la même manière auprès des pouvoirs publics et des commissions des assemblées parlementaires pour leur apporter une vision d'entreprise sur la politique économique. Il publie chaque trimestre certains de ses travaux dans la Revue de Rexecode.

