

revue de Rexecode



n° 73

4eme
trimestre
2001

Editorial

*Un choc négatif dans une phase
de retournement conjoncturel
classique*

Perspectives économiques 2001-2002

*Notre scénario :
léger recul du PIB américain
en 2002,
réaccélération
des pays industrialisés
au premier semestre 2002*

Perspectives économiques des principaux pays

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

Olivier Charnoz	Attaché à la délégation à la stratégie et à la gestion de Gaz de France
Michel Didier	Directeur de Rexecode
Jean-Pierre Gondran	Secrétaire Général du Groupe des Fédérations Industrielles
Gérard de Lavernée	Directeur adjoint chargé des études économiques et de la conjoncture Mouvement des Entreprises de France
Jean-Eudes Moncomble	Chef du Département Economie d'Electricité de France
Vincent Remay	Directeur Marketing stratégique à Euronext Paris SA
Henry Savajol	Directeur à la Direction des Etudes au Crédit d'Equippement des Petites et Moyennes Entreprises
François Vulliod	Directeur du Plan et de la Stratégie à la Direction du Plan de la branche Développement de France Telecom



www.rexecode.asso.fr

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

Economistes : Michel Didier, Jean-Michel Boussemart, Sandrine Benaïm,
Hugues Chevalier, Sylvie Duchassaing, Denis Ferrand,
Béatrice Guedj, Delphine Meddé-Chazel, Michel Martinez,
Edition, secrétariat : Martine Grangé ; Graphiques : Aïcha Brak, Dominique Dalle-Molle.

Copyright : Rexervices



www.rexecode.asso.fr



Sommaire

Editorial

Un choc négatif dans une phase de retournement conjoncturel classique	1
--	----------

Perspectives économiques 2001-2002 3

Présentation générale	3
Pétrole, matières premières	9
Pays émergents	11
Europe	13
Conjoncture française	16
Marchés de taux, marchés de change	17
Rebond probable des secteurs technologiques au premier semestre 2002	19

Perspectives économiques des principaux pays 23

Etats-Unis	23
Japon	24
Zone euro	26
Allemagne	28
France	29
Royaume-Uni	31
Italie	32
Espagne	34
Pays-Bas	36
Belgique	37



Editorial

Un choc négatif dans une phase de retournement conjoncturel classique

Michel Didier

L'exercice de prévision économique traditionnel de septembre s'est trouvé confronté cette année à une double incertitude. La première concernait l'appréciation des tendances de l'économie mondiale au début septembre. La seconde tient aux réactions possibles des acteurs économiques aux attentats terroristes du 11 septembre et à leurs suites politiques et militaires dans les prochains mois.

La méthode de travail suivie par Rexecode reflète ces incertitudes. Il nous semblait dès le début septembre que les tendances économiques étaient plus médiocres que ce que l'on pouvait encore espérer en juin dernier. L'économie américaine hésitait entre une reprise molle et une phase de récession. L'économie mondiale était proche de la stagnation.

Le scénario de 1989-1990 avait des chances croissantes de se reproduire, avec au moins deux années de recul du taux de croissance. Nous avons donc établi et présenté aux entreprises adhérentes de Rexecode deux scénarios.

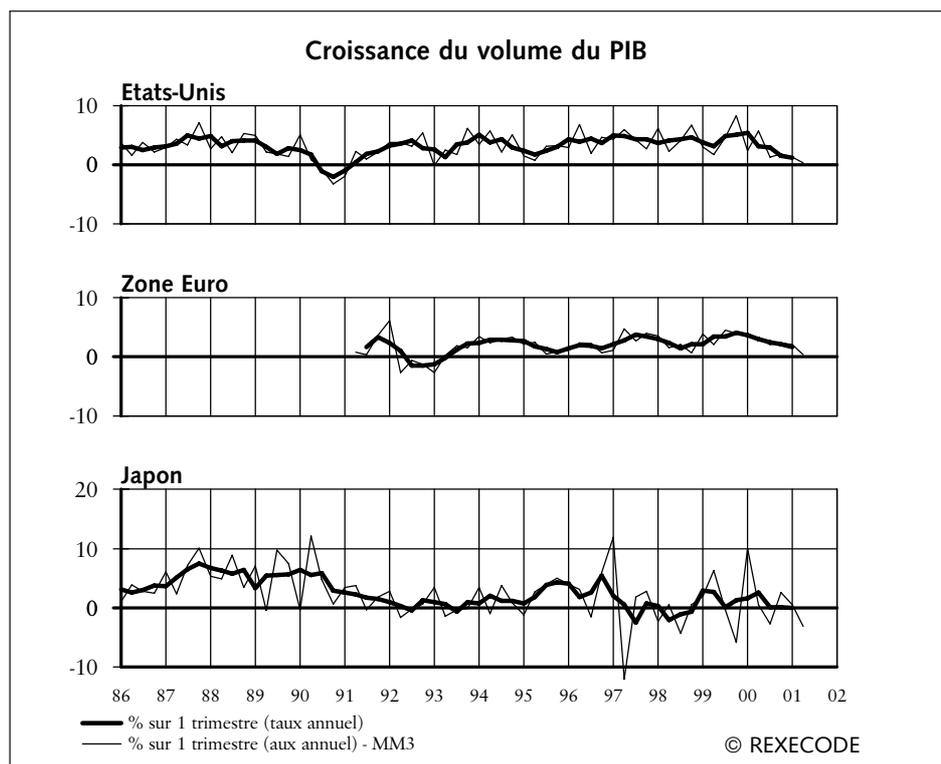
Les attentats du 11 septembre ont renforcé la probabilité du scénario de récession aux Etats-Unis. Pour satisfaire à la tradition et permettre à chacun de se positionner par rapport à un schéma prévisionnel de référence cohérent, nous présentons dans cette revue une prévision unique combinant une petite récession américaine et un nouveau tassement de la croissance européenne. La croissance française serait dans ce scénario de 1,5 % en 2002.

Plus que le chiffre, qui sera nécessairement revu au cours des prochains trimestres, l'essentiel est le diagnostic porté par ces hypothèses. Les déséquilibres apparus pendant les années d'euphorie peuvent difficilement se résorber par un ralentissement modeste et passager. Ces déséquilibres sont plus importants aux Etats-Unis et le ralentissement y est plus marqué, mais l'ensemble des économies ont ralenti à partir du premier trimestre 2000. La correction des secteurs technologiques est certes brutale, mais ce n'est pas elle qui a déclenché le mouvement. C'est bien un retournement du cycle

général qui est en cours et qui doit encore se développer. L'économie est et reste cyclique. C'est d'une certaine façon plutôt une bonne chose car après la phase

descendante du cycle, une reprise suivra. Notre prévision de référence présentée ici situe cette reprise avant la fin du premier semestre 2002. ■

Au deuxième trimestre 2001, le taux de croissance a été proche de zéro dans l'ensemble des pays industrialisés





Présentation générale des perspectives 2001-2002

Dans la situation actuelle, deux facteurs doivent être pris en compte : le choc récent des attentats aux Etats-Unis (dont les suites restent encore largement inconnues), et les tendances profondes de l'économie dont le rôle redeviendra prédominant.

Où en étions-nous avant le 11 septembre ?

Nous avons il y a un an diagnostiqué un renversement de la conjoncture mondiale. Dans nos perspectives de juin dernier, nous espérions encore un ralentissement passager de l'économie mondiale. Le mouvement décrit dans ces perspectives était plus prononcé que celui de 1995 mais il était à peu près du même type. La croissance retrouvait rapidement sa tendance après la baisse de régime, ce qui laissait le taux de croissance global de la zone OCDE au-dessus de 1,5 % l'an en 2001.

Nous avons aussi rappelé plusieurs fois depuis un an les similitudes avec la situation de la fin des années 1980. Or, après le pic conjoncturel mondial de l'année

1988, la croissance des pays développés avait ralenti trois années de suite en 1990, 1991 puis 1992. Le risque nous semblait important, écrivions nous en juin, « que le ralentissement mondial aille plus loin que ce que nous retenons, comme cela s'était passé en 1990-1991. La concordance de phase entre les grandes économies peut en effet conduire à un ralentissement plus marqué et plus long, voire même à une récession collective en 2001-2002. Les marchés boursiers ne manqueraient pas dans ce cas de réagir et d'alimenter le tassement de l'activité ». Nous considérions donc au mois de juin dernier que l'économie hésitait entre un ralentissement passager et au moins deux années de ralentissement, la probabilité se répartissant également entre les deux hypothèses.

Au cours de l'été, le risque tendait à devenir réalité

Le fait est que depuis juin dernier, les indicateurs économiques ont plutôt traduit une poursuite du ralentissement. Par leur baisse continue, les marchés financiers signifiaient

Deux scénarios types

	Scénario A Ralentissement passager			Scénario B Poursuite du ralentissement	
	2000	2001	2002	2001	2002
1 - Croissance du volume du PIB	<i>Variations en %</i>				
Monde	4,6	2,4	3,1	2,3	1,7
Ensemble de la zone OCDE	3,7	1,2	1,8	1,0	0,2
dont : Etats-Unis	4,1	1,4	1,8	1,2	-0,5
Japon	1,5	-0,5	0,3	-0,5	-0,6
Union européenne	3,4	1,9	2,0	1,7	1,0
Pays hors OCDE	6,0	4,2	5,0	4,1	3,8
2 - Marchés mondiaux	<i>Variations en %</i>				
Commerce mondial (en volume)	12,7	1,5	4,8	1,5	1,0
Importations de l'OCDE	11,5	1,9	4,0	1,9	0,6
Importations des pays hors OCDE	16,4	0,6	7,0	0,6	2,3
Prix du pétrole (\$/baril de brent)*	28,4	25,7	22,5	24,0	15,0
Prix des matières premières** en \$	5,7	-3,9	-5,7	-5,0	-8,0
" " " en euro	22,3	-1,7	-11,5	-3,0	-14,0
3 - Taux de change	<i>Moyenne sur la période</i>				
1 \$ = ...euro	1,08	1,11	1,04	1,10	1,00
= ...yens	108	122	129	120	125
1 euro = ...yens***	100	110	124	109	125
1 £ = ...\$	1,52	1,44	1,41	1,44	1,41
4 - Taux d'intérêt à 3 mois	<i>en %</i>				
Etats-Unis (bons du Trésor)	6,0	3,8	3,2	3,8	3,0
Japon (euro-yen)	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Zone Euro (euribor)	4,4	4,4	3,6	4,4	3,2
5 - Taux d'intérêt à 10 ans	<i>en %</i>				
Etats-Unis	6,0	5,1	5,2	5,0	4,7
Japon	1,7	1,3	1,4	1,3	1,3
Zone Euro	5,4	5,0	5,1	4,9	4,6

* moyenne sur la période ; ** hors énergie ;

*** taux de change implicites à partir du quatrième trimestre 2001

qu'ils n'anticipaient pas de reprise très prochaine. Du simple fait des constatations récentes, nos estimations de croissance devaient être révisées en baisse, et cela sans changer la logique du scénario prévisionnel d'ensemble. Les estimations révisées s'établissaient de ce fait à 1,4 % en 2001 et 1,8 % en 2002 pour les Etats-Unis, et à 1,9 % en 2001 puis 2,0 % en 2002 pour l'Union européenne. A ce niveau, on reste toujours dans le schéma d'une réaccélération rapide de la croissance, réaccélération qui devrait même être déjà amorcée (le scénario A illustré par les chiffres du tableau de la page 4 résume cette perspective).

L'enchaînement récessif se précise

Le tassement conjoncturel s'est encore poursuivi pendant l'été et le scénario alternatif de ralentissement marqué, auquel nous avons attribué en juin dernier environ une chance sur deux, a encore gagné en probabilité, et cela avant même les attentats du 11 septembre. Il est facile d'imaginer le mécanisme d'un ralentissement plus marqué et plus long : 1) Les excédents de capacité productive et la baisse des profits conduisent à un recul un peu prolongé de l'investissement. 2) La baisse de l'emploi (et, notamment pour les Etats-Unis, un redressement du taux d'épargne des ménages) entraîne une pause de la consommation privée. 3) La croissance économique perd alors en 2002 encore un point, amenant ainsi les Etats-Unis à une récession (taux de croissance annuel du PIB négatif), et l'Europe et la France à un taux

de croissance de l'ordre de 1 %. Dans ce contexte, on devrait s'attendre à de nouvelles baisses de taux d'intérêt, les taux d'intervention des Banques centrales américaine et européenne reviendraient probablement au-dessous de 3 %, les taux à 10 ans approcheraient de 4,5 %. Sauf forte limitation de l'offre, le prix du pétrole rechuterait à moins de 20 dollars en 2002, et l'inflation dans les pays industrialisés reviendrait à moins de 2 %. Les attentats du 11 septembre ont évidemment renforcé la probabilité, déjà croissante auparavant, de cet enchaînement illustré par le scénario B (page 4).

Un avenir à court terme très ouvert

Afficher une prévision économique unique est un exercice largement conventionnel à un moment où le contexte géopolitique est très incertain et où les marchés financiers cherchent à tâtons de nouveaux repères. La contribution des macroéconomistes au débat public va cependant au-delà. Elle nous semble être autant de baliser les avenir vraisemblables que de fixer une prévision centrale, fût-elle un peu plus probable que les autres. Aussi faut-il tenter d'apprécier l'étendue de l'incertitude.

La zone de vraisemblance de la croissance économique pour 2002 peut être illustrée par les deux scénarios A et B résumés à la page 2. La croissance américaine pour 2002 serait ainsi comprise (avec une probabilité que l'on peut estimer de l'ordre de 70 %) entre +1,8 et -0,5 %, la croissance européenne entre 2,0 % et 1,0 %. Des scénarios

Nos perspectives retiennent un scénario de référence médian

	1999	2000	2001	2002
1 - Croissance du volume du PIB	<i>Variations en %</i>			
Monde	3,5	4,6	2,3	2,0
Ensemble de la zone OCDE	2,9	3,7	1,0	0,6
dont : Etats-Unis	4,1	4,1	1,1	-0,2
Japon	0,8	1,5	-0,5	-0,5
Union européenne	2,6	3,4	1,8	1,7
dont : Allemagne	1,7	3,2	0,9	1,6
France	3,0	3,4	2,0	1,5
Royaume-Uni	2,3	3,1	1,9	1,5
Italie	1,6	2,9	2,0	1,4
Espagne	4,0	4,1	2,8	2,2
Pays hors OCDE	4,4	6,0	4,2	4,0
2 - Marchés mondiaux	<i>Variations en %</i>			
Commerce mondial (en volume)	6,1	12,7	1,2	1,4
Importations de l'OCDE	7,4	11,5	1,4	1,4
Importations des pays hors OCDE	2,6	16,4	0,8	1,2
Prix du pétrole (\$/baril de brent)*	17,8	28,4	24,9	15,9
Prix des matières premières** en \$	-10,7	5,7	-4,5	-8,5
" " " en euro	-5,8	22,3	-3,1	-16,9
3 - Taux de change	<i>Moyenne sur la période</i>			
1 \$ = ...euro	0,94	1,08	1,10	1,00
= ...DM***	1,84	2,12	2,15	1,96
= ...yens	114	108	122	125
= ...F.F.***	6,16	7,12	7,21	6,56
1 DM = ...yens***	62,0	50,9	56,7	63,9
1 £ = ...F.F.***	10,0	10,8	10,3	9,2
4 - Taux d'intérêt à 3 mois	<i>en %</i>			
Etats-Unis (bons du Trésor)	4,8	6,0	3,7	2,6
Japon (euro-yen)	0,2	0,3	0,2	0,2
Zone Euro (euribor)	2,9	4,4	4,3	3,2
5 - Taux d'intérêt à 10 ans	<i>en %</i>			
Etats-Unis	5,6	6,0	5,0	4,2
Japon	1,7	1,7	1,3	1,4
Zone Euro	4,6	5,4	4,9	4,5

* moyenne sur la période ; ** hors énergie ;

*** taux de change implicites à partir de 2001

plus extrêmes sont possibles, par exemple un scénario de véritable récession mondiale. Nous entrons en effet dans une période historiquement nouvelle sans pouvoir nous référer au passé.

Une période nouvelle

Les très graves événements survenus à New York sont encore trop récents pour qu'on puisse en évaluer toutes les conséquences. Au-delà des conséquences immédiates sur les marchés, les effets attendus, déjà perceptibles, sont une hausse des dépenses publiques, une baisse des dépenses privées, une recherche des actifs refuges. Les principales inconnues concernent les réactions politiques et celles des acteurs économiques. On sait que les consommateurs américains constituent un facteur clé de la conjoncture américaine. La remontée du taux d'épargne déjà amorcée peut s'accélérer. Une récession américaine est désormais très probable. De façon plus générale, les réactions des entreprises et des ménages sont similaires dans l'ensemble des pays industrialisés : annulation de certains projets, reports d'investissement, nécessité de repenser les dispositifs de sécurité.

Il est difficile d'imaginer comment ces différents facteurs se combineront. L'analyse macroéconomique doit s'appuyer sur deux idées. La première est que les attentats récents se traduisent fondamentalement par une perte économique importante en soi (les évaluations sont de plusieurs dizaines de milliards de

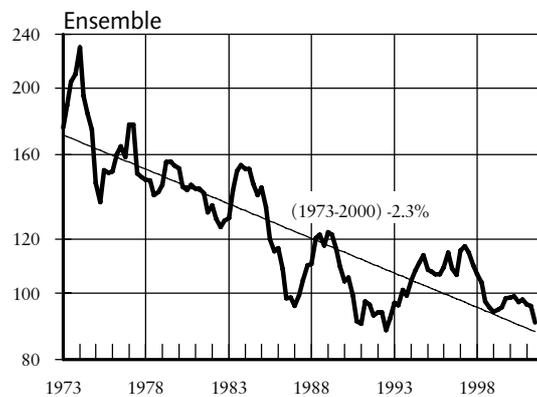
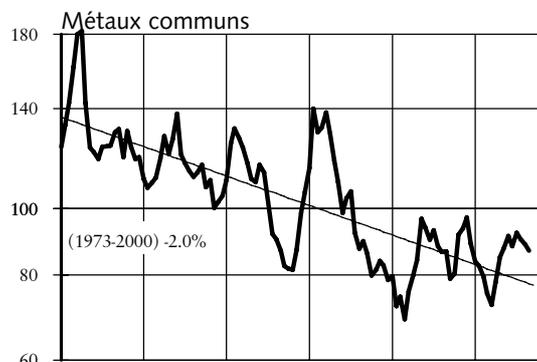
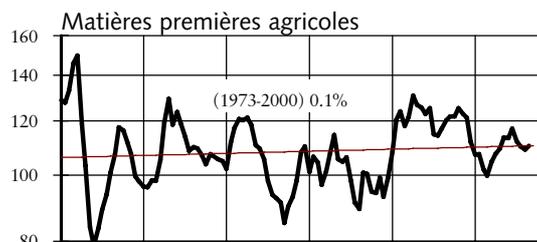
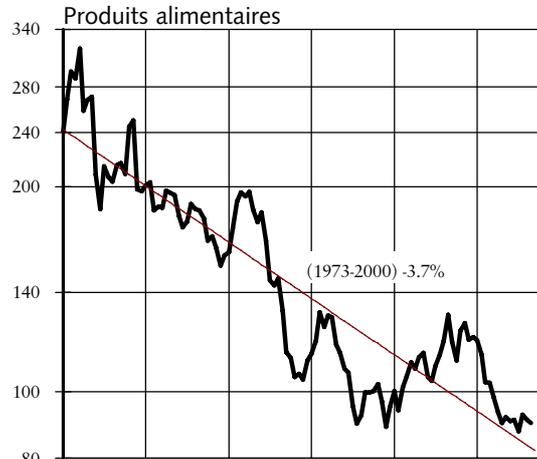
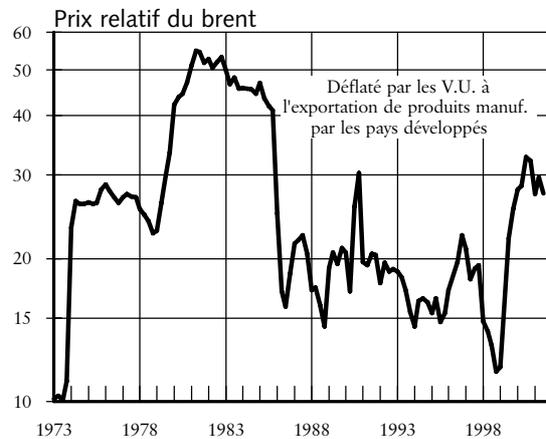
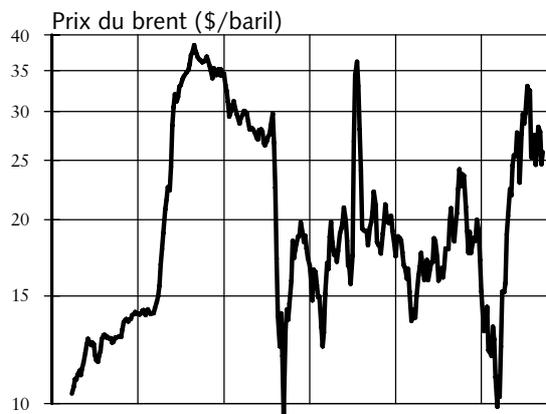
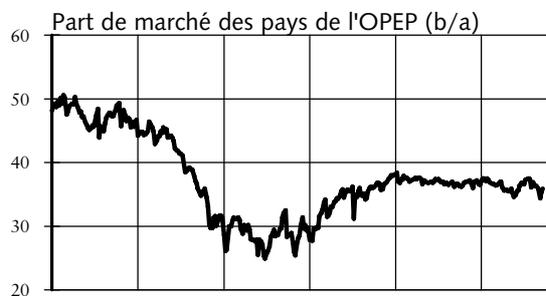
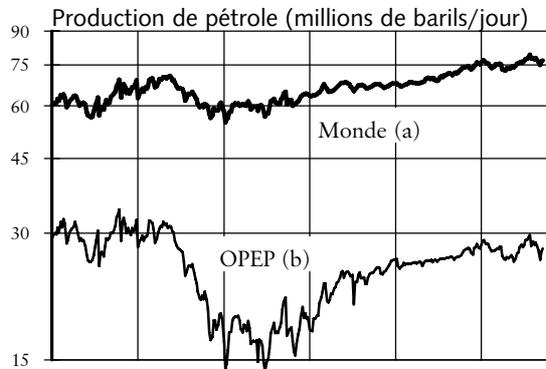
dollars). Une partie des effets de cette perte peut être amortie par la baisse des taux d'intervention des Banques centrales, mais il n'en demeure pas moins qu'une perte économique ne peut pas être un facteur d'expansion. La seconde observation est une réévaluation à la hausse des risques dans notre société. Or, un risque plus élevé s'accompagne d'une augmentation des primes de risque, d'une baisse des valeurs d'actifs et de comportements plus restrictifs. Ce n'est pas non plus un facteur favorable à la croissance.

Un scénario de référence

Dans cet environnement incertain mais clairement négatif, nous avons choisi de développer un scénario de référence intermédiaire. Tous les tableaux détaillés de ce dossier se rapportent à notre scénario de référence. Ce scénario marque un second affaissement de la croissance en 2002 mais celui-ci resterait relativement modéré. En termes de moyenne annuelle, la croissance américaine serait dans ce scénario de 1,1 % en 2001 et légèrement négative en 2002 (-0,2 %), la croissance de l'Union européenne de 1,8 % en 2001 et de 1,7 % en 2002, la croissance française de 2,0 % en 2001 et de 1,5 % en 2002. Compte tenu de la fin 2001 médiocre, ces moyennes annuelles masquent un profil de reprise économique avant la mi-2002. On peut bien sûr trouver aujourd'hui beaucoup de raisons d'être plus pessimistes. Un enchaînement conduisant à une récession mondiale est parfaitement possible si l'on considère l'ampleur des excès financiers

Marchés mondiaux des produits de base : tendances longues

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



© REXECODE

qui ont été commis en 1999-2000, la vigueur du choc négatif des attentats et les suites possibles dans le domaine militaire. Il nous semble cependant peu utile d'adopter et encore moins d'afficher un scénario extrême, que nous n'avons pas de raison aujourd'hui de considérer comme le plus probable. Les estimations et les analyses qui suivent se placent donc dans le cadre du scénario de référence.

Pétrole, matières premières

Avant les événements survenus aux Etats-Unis le 11 septembre dernier, les cours du pétrole (Brent) avaient légèrement rebondi suite à l'annonce par l'Opep d'une troisième réduction de sa production depuis le début de l'année. Ils se sont ensuite stabilisés aux alentours des 25-27 dollars le baril. La réduction de production de l'Opep d'un million de barils par jour a pris effet au 1er septembre. Les prix ont également été soutenus par le léger repli des stocks américains et par la forte consommation de carburant aux Etats-Unis.

Après les attentats commis en Amérique, l'Opep a rassuré les marchés sur sa volonté à ne pas laisser dériver les prix. Par ailleurs le repli de la demande que nous envisageons avec la récession américaine et le ralentissement de l'économie mondiale devrait se traduire par un net recul des prix. Le prix du baril de Brent devrait revenir vers les 21 dollars à la fin de l'année et aller vers les 15 dollars au cours de 2002.

Poursuite du ralentissement de la consommation

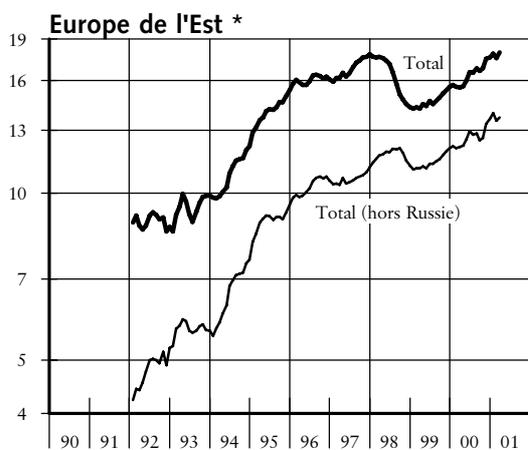
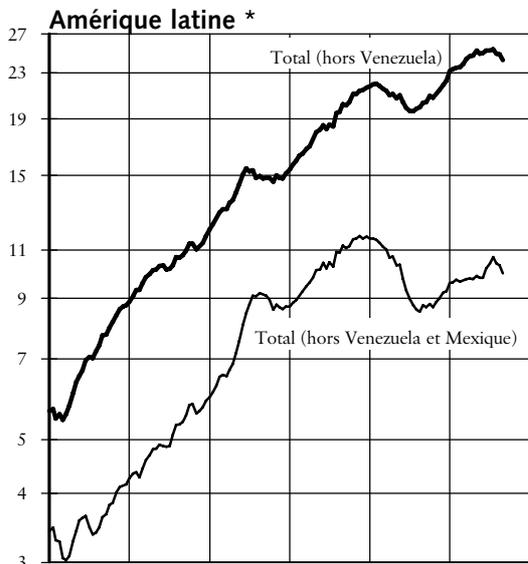
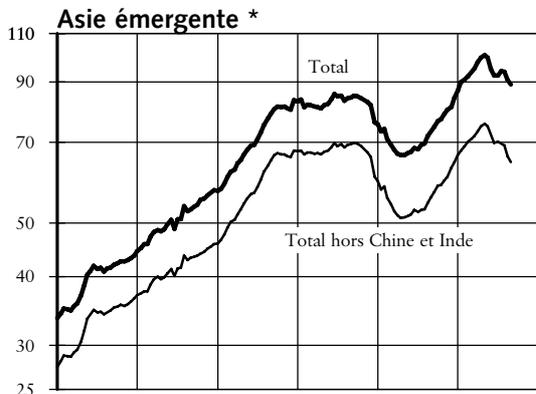
La demande mondiale de pétrole poursuit son ralentissement en raison du tassement de la conjoncture mondiale. L'Agence internationale de l'énergie a encore révisé la demande à la baisse pour 2001. Sa progression ne devrait pas dépasser 1,2 %. La consommation a particulièrement ralenti en Europe et dans les pays d'Asie hors Chine. Par ailleurs, la consommation en Chine n'augmenterait que de 4 % cette année contre 6,9 % en 2000. Aux Etats-Unis, la demande ne progresserait en 2001 que de 0,4 % contre 1,2 % en 2000. Toutefois, au cours des prochains mois, les crises énergétiques observées récemment dans le secteur électrique aux Etats-Unis et au Brésil pourraient soutenir légèrement la demande. En effet, la puissance électrique supplémentaire devrait être produite avec du pétrole ou du gaz.

Troisième réduction de la production en 2001 et légère baisse des stocks

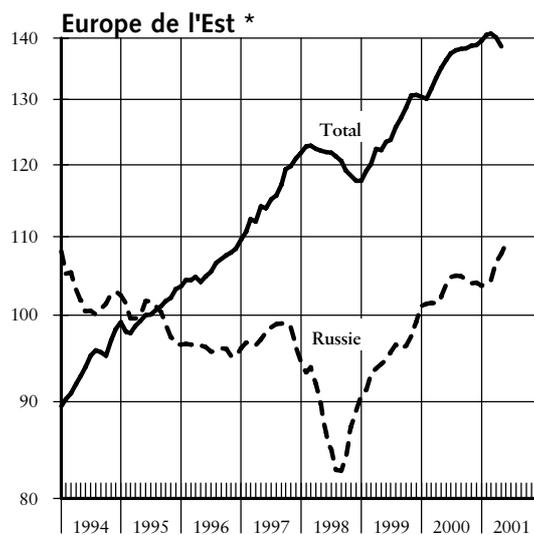
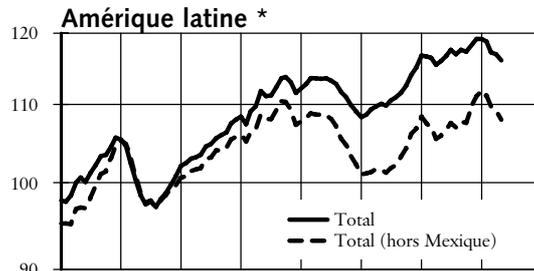
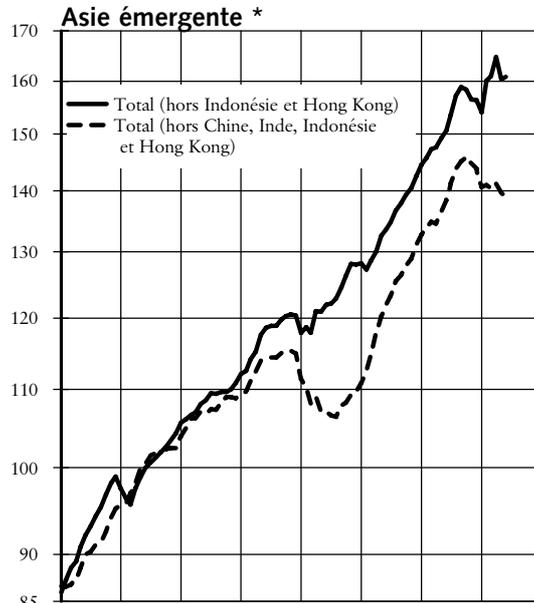
La production mondiale ressort à 76,4 millions de barils par jour en juillet dont 27 millions proviennent des pays de l'Opep (Irak inclus). L'accord entre les Nations-Unies et l'Irak a permis à celui-ci de reprendre ses exportations qui atteignent déjà 2 millions de barils par jour. L'objectif fixé par les membres de l'Opep d'un prix panier de 25 dollars est maintenu. Il pourrait servir à augmenter la production si les marchés devaient rester tendus après les attentats aux Etats-Unis. Les stocks dans

Pays émergents

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



Production industrielle
(1995=100 - mm3)



* Asie émergente : Chine, Corée du Sud, Taïwan, Singapour, Hong Kong, Malaisie, Thaïlande, Indonésie, Inde
Amérique latine : Mexique, Argentine, Brésil, Chili, Pérou, Colombie, Venezuela
Europe de l'est : Pologne, Hongrie, République tchèque, République slovaque, Croatie

les pays de l'OCDE ont reculé à des niveaux inférieurs à ceux de l'année dernière. Aux Etats-Unis, ils marquent également un repli, en passant de 54 jours de consommation à la mi-juin à 50,4 jours au 15 septembre.

Poursuite du recul des cours des autres matières premières

Les prix en dollar des autres matières premières (hors pétrole) ont reculé au cours de ces derniers mois. Ils continueraient de baisser jusqu'à la fin du premier semestre 2002 en raison du ralentissement de la demande mondiale. Cela devrait être le cas pour les métaux communs qui sont sensibles à l'évolution de la conjoncture (nickel, aluminium, cuivre, etc.). Les prix des produits agricoles à usage industriel suivraient une tendance similaire.

Toutefois, les cours des produits alimentaires devraient connaître une stabilisation en raison du rebond des prix des oléagineux (nourriture pour animaux). Enfin, les prix des métaux précieux à court terme ne reculent plus compte tenu de l'arrêt des exportations de palladium par la Russie le 25 août dernier et du rebond de l'or, valeur refuge, suite aux attaques terroristes récentes. Toutefois, à moyen terme, le tassement de la demande de palladium se poursuivrait et les prix de ce métal devraient continuer de reculer.

Pays émergents

Les pays émergents d'Asie subissent les effets de la contraction du commerce mondial. Ils

enregistrent aussi depuis le début 2000 leur propre ralentissement interne après le très fort rebond de 1999-2000. La croissance asiatique hors Chine et Inde est actuellement voisine de 2 % l'an et se tassera encore d'ici la fin de l'année. Plusieurs pays sont en récession ou ont connu au moins un trimestre de contraction de leur PIB en volume (Malaisie, Thaïlande, Singapour, Taiwan, Hong Kong). D'autres résistent mieux (Corée, Indonésie, Philippines). La croissance en Chine et en Inde se modère tout en restant forte.

L'activité ralentit également en Europe centrale, aux alentours de 2 % l'an. L'expansion économique de la Russie se poursuit grâce au prix du pétrole qui se maintient à un peu plus de 25 dollars le baril. L'excédent annuel des paiements courants est au voisinage de 60 milliards de dollars. La Turquie est en récession profonde après la crise financière de l'an dernier. L'Amérique latine est la zone la plus déséquilibrée, où se concentrent les risques financiers.

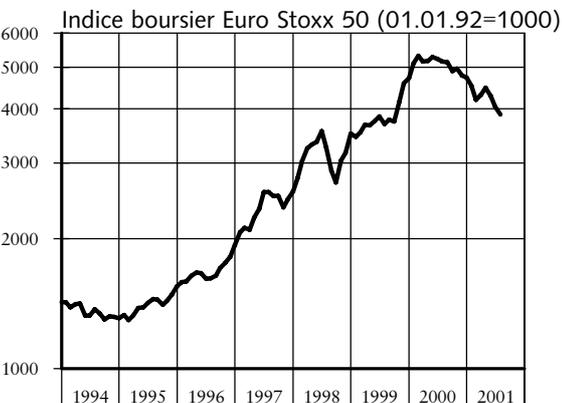
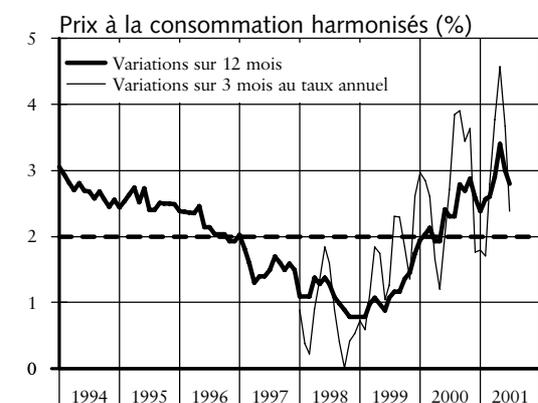
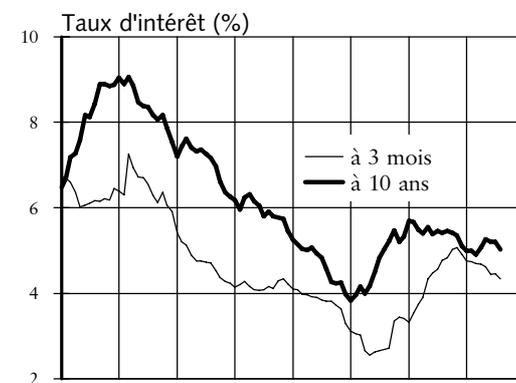
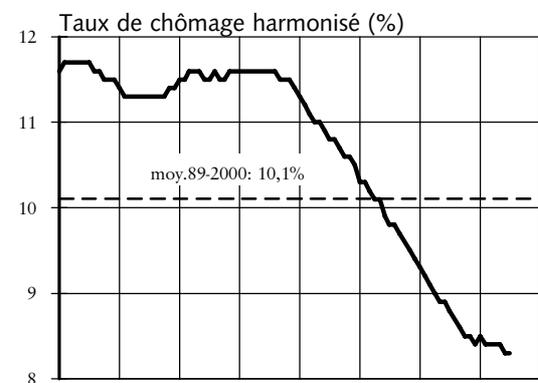
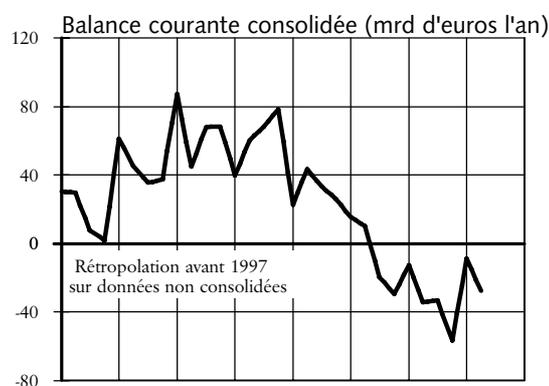
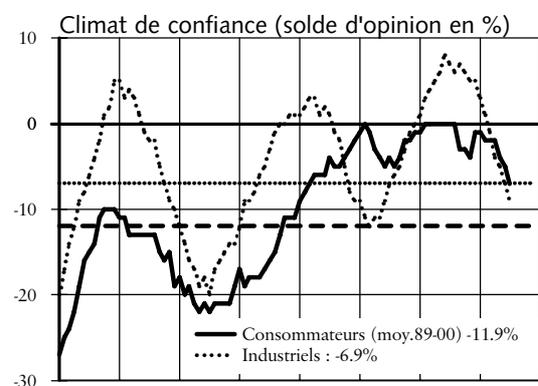
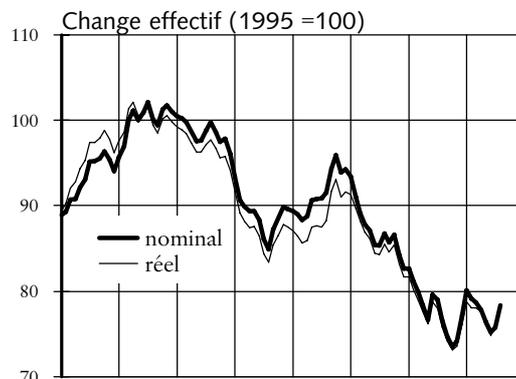
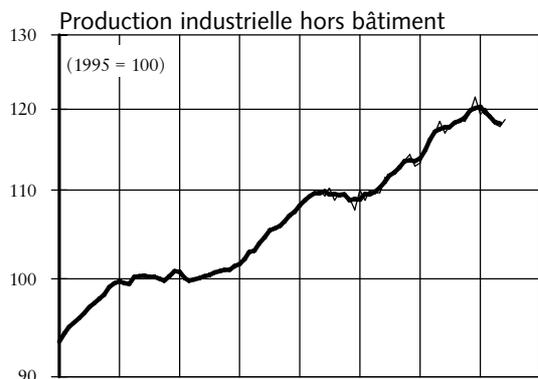
Amérique latine : zone fragile

Le déficit courant de l'ensemble de l'Amérique latine hors

Les pays émergents participent au ralentissement de l'économie mondiale

Perspectives des pays émergents			
Variations en %	2000	2001	2002
PIB (en volume)			
Asie	7,0	5,0	4,9
Amérique du Sud	3,1	1,0	1,0
Europe de l'Est	6,2	3,8	3,0
Importations (en volume)			
Asie	19,4	-1,8	-0,4
Amérique du Sud	3,4	3,0	2,2
Europe de l'Est	11,3	8,6	5,5

Indicateurs de la zone euro



© REXECODE

Mexique tend à s'accroître de façon quasi structurelle. Au Mexique, l'activité continue de ralentir en raison de la chute des exportations causée par le ralentissement économique américain et par le niveau élevé du peso. Le déficit extérieur ne se dégrade plus (il s'est même réduit au printemps). Le risque d'une crise sur le peso semble donc limité. En revanche, les risques sur l'économie brésilienne se sont accrus rapidement en raison d'une crise énergétique mais surtout à cause de la situation de l'Argentine toute proche. Les hausses répétées de taux d'intérêt pour endiguer l'inflation contribuent à peser sur l'activité économique et le real brésilien se déprécie. Cela alourdit le poids de la dette publique et entretient l'inquiétude des marchés.

L'Argentine, foyer potentiel de crise

L'Argentine reste l'épicentre d'une crise potentielle. La déflation dans laquelle elle se trouve plongée trouve son origine dans la surévaluation du change, impliquant que les taux d'intérêt soient portés à des niveaux prohibitifs pour préserver (avec de moins en moins de succès) les réserves de change. La loi de compétitivité a permis de soulager certaines industries, mais n'a pas rétabli un climat de confiance durable. La crainte d'un défaut de paiement a attisé la pression des marchés. Le soutien du FMI ne fait que reporter les problèmes dans le temps. Il est difficile à moyen terme d'envisager une sortie rapide de marasme du pays dans le régime actuel de *currency board*.

Choc majeur sur l'économie mondiale

Enfin, s'il est bien trop tôt pour apprécier les enjeux des très graves événements survenus à New York, il est difficile de penser qu'ils resteront sans conséquences sur l'économie américaine. Tous les effets en seront défavorables à la croissance mondiale allant déjà s'affaiblissant, notamment en Asie et en Amérique latine. Rappelons que le poids des exportations asiatiques et latino-américaines vers les Etats-Unis représentent respectivement 9 % et 11 % de leur PIB nominal agrégé.

Europe

Selon les estimations d'Eurostat, l'avance du PIB de la zone euro a nettement fléchi depuis le pic de croissance atteint au cours de l'hiver 1999-2000. Après avoir progressé de 3,3 % en 2000, l'avance du PIB est revenue à 1,7 % l'an au premier trimestre puis 0,4 % l'an au deuxième. Un constat similaire peut être dressé pour l'évolution du PIB de l'Union européenne à 15. Ce ralentissement trouve son origine dans un net fléchissement de l'investissement alors qu'à l'inverse la consommation

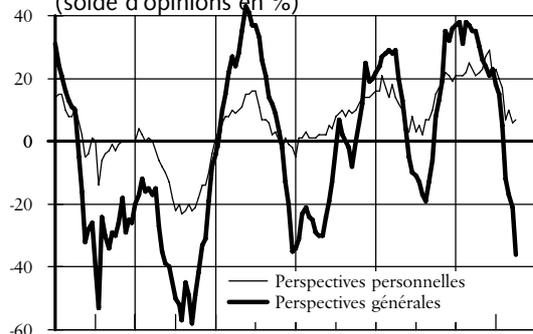
Vers une croissance modérée de l'économie européenne

Perspectives de la zone euro*			
Variations en %	2000	2001	2002
PIB	3,4	1,7	1,5
Importations	10,9	3,3	3,4
Consommation privée	2,6	1,9	2,1
Investissement total	4,8	0,7	0,3
Exportations	12,0	4,4	2,8
Prix (consommation)	2,3	2,7	1,6

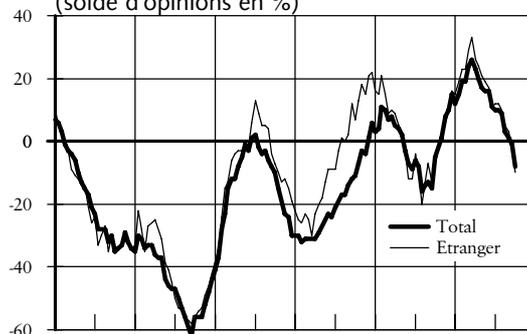
* Calcul sur six pays

France

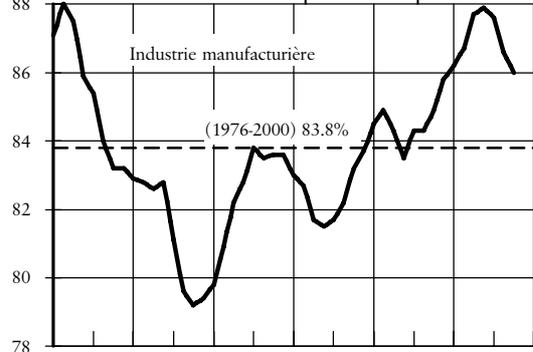
Perspectives de production dans l'industrie
(solde d'opinions en %)



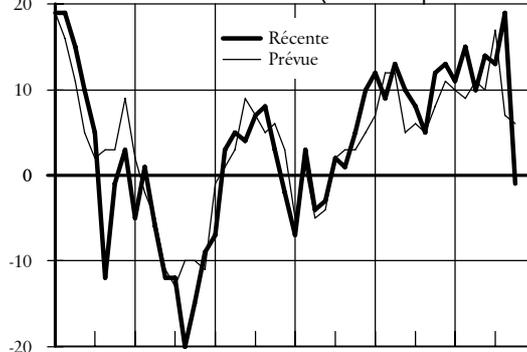
Carnet de commandes dans l'industrie
(solde d'opinions en %)



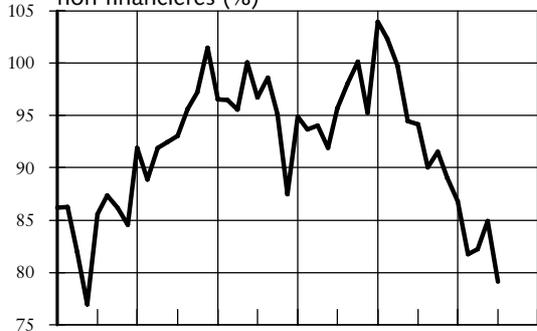
Taux d'utilisation des capacités de production (%)



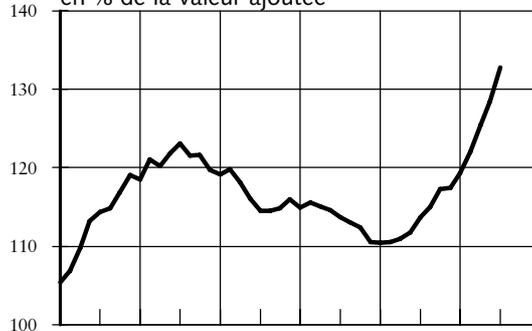
Activité dans les services (solde d'opinions en %)



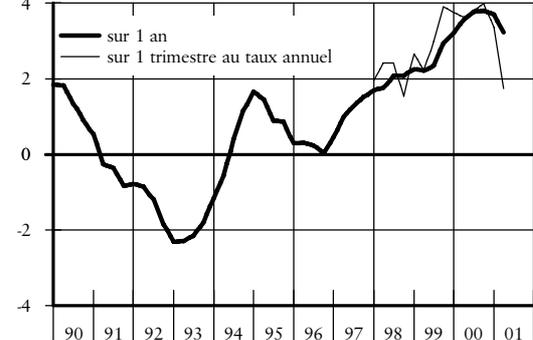
Taux d'autofinancement des sociétés
non financières (%)



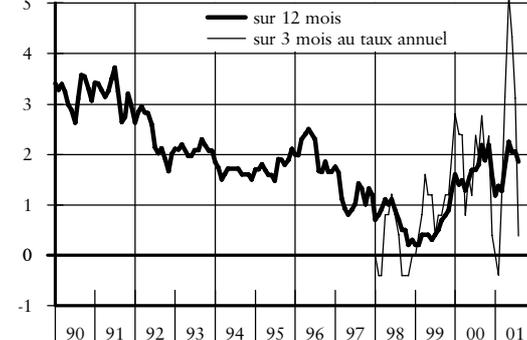
Taux d'endettement des entreprises
en % de la valeur ajoutée



Emploi salarié : secteur privé non agricole
Variations en %



Prix à la consommation : ensemble
Variations en %



© REXECODE

des ménages est demeurée soutenue en début d'année. Peu de données conjoncturelles suggèrent un rebond de l'activité. Le climat de confiance dans la plupart des secteurs n'a peut-être pas encore atteint son point bas, alors que la baisse du taux de chômage est enrayée ce qui vient peser sur la confiance des consommateurs. Le ralentissement de l'économie européenne ne s'accroîtrait cependant pas au second semestre 2001.

Un ralentissement qui doit autant à des facteurs externes qu'internes

Le ralentissement de l'activité provient en partie d'un environnement extérieur moins porteur qu'en 2000. Les exportations consolidées de la zone euro exprimées en volume se sont ainsi repliées de près de 5 % l'an au deuxième trimestre. La progression de la demande mondiale adressée à la zone euro serait en effet divisée par plus de trois, passant de 11,2 % en 2000 à 2,8 % en 2001. Toutefois, la réduction de la facture pétrolière, combinée au ralentissement de la demande interne, se traduit d'ores et déjà par une contraction des importations et une amélioration des comptes extérieurs.

Le fléchissement de l'activité tient également à des facteurs internes. Le ralentissement de la zone euro s'est produit parallèlement à celui de l'économie américaine. Amorcé à l'été 2000, le repli du solde des opinions des industriels quant à leurs carnets de commandes s'est poursuivi depuis sans signe de rebond.

Deux composantes de la demande interne ont successivement précipité le ralentissement de la croissance. C'est tout d'abord l'atonie de la consommation des ménages, bridée notamment par un premier pic d'inflation lié à l'accélération des prix du pétrole, qui a pesé sur l'activité au second semestre 2000. Elle a ensuite été relayée par l'investissement qui a décroché dès le quatrième trimestre de l'année dernière. La détente du taux d'utilisation des capacités de production ne permet pas d'envisager de rebond de l'investissement à court terme, alors que la vigueur actuelle de la consommation des ménages (3 % l'an au cours du premier semestre 2001) se tasserait malgré la désinflation.

Affermissement de l'euro et poursuite de la désinflation

Conjointement à la relative appréciation de l'euro par rapport au dollar, la dégrue récente des prix des produits alimentaires s'est en effet traduite par un net ralentissement de l'inflation. Celle-ci ouvre la voie à une nouvelle détente des taux directeurs de la BCE, même si l'avance vigoureuse de la masse monétaire alimente les tensions inflationnistes à moyen terme. En outre, l'inversion momentanée des écarts de croissance et de rémunération entre les Etats-Unis et l'Europe suggère que les mouvements de sorties nettes de capitaux longs (164 milliards de dollars l'an au cours du premier semestre 2001) devraient se tarir, réduisant de la sorte la pression baissière qui pèse sur le change de l'euro contre le dollar et les risques d'inflation importée.

Conjoncture française

La décélération de l'économie française s'est accentuée au cours du premier semestre. Depuis le pic de croissance atteint au second semestre 1999 (l'avance du PIB était alors ressortie à 4 % l'an), l'activité a ralenti en deux temps : tout d'abord en revenant sur une pente comprise entre 2,5 et 3 % l'an tout au long de l'année 2000, puis en ralentissant de nouveau au premier semestre 2001. L'avance du PIB ne ressort plus qu'à 1,7 % l'an au premier trimestre puis 1 % au deuxième. Les éléments internes d'un tel ralentissement pèsent désormais autant que l'environnement extérieur pour conduire l'économie française vers une croissance proche, voire un peu inférieure, de sa tendance moyenne des vingt dernières années (2 % l'an) à la fois en 2001 et en 2002.

Peu de secteurs d'activité échappent au ralentissement

Les derniers résultats des enquêtes dans l'industrie, la construction, les services ainsi que dans le commerce de détail et de gros font état d'une dégradation généralisée des opinions des chefs d'entreprise. Résultant d'abord d'un net ralentissement de la demande extérieure (au mois de juillet, les exportations en

valeur ont reculé de 14,9 % en glissement semestriel annualisé), la modération de la croissance s'est rapidement transmise à la demande interne à travers une contraction des stocks puis une décélération de l'investissement.

Pas de rebond à court terme de l'investissement productif

La baisse du taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière, ainsi que la dégradation des opinions des industriels et des établissements de crédit quant à l'évolution des résultats d'exploitation, ne permettent pas d'anticiper un rebond de l'investissement dans les prochains mois. Cependant, les quatre dernières années de forte croissance de l'investissement n'ont peut-être pas permis à l'économie française de surmonter les difficultés liées au sous-investissement qui s'était produit au début des années 90. L'importance des goulots d'étranglement et des pénuries d'équipement subis l'année dernière par de nombreuses entreprises peut en témoigner. Cette hypothèse permet d'envisager un investissement à nouveau robuste à moyen terme sous la condition que les capacités de financement des entreprises cessent de se détériorer. Le taux d'autofinancement des entreprises s'est en effet rapproché de son record à la baisse atteint en 1990 alors que leur taux d'endettement est à un plus haut.

Risques de modération de la consommation

Le ralentissement de l'emploi à partir du deuxième trimestre

Le repli de l'investissement pèserait sur la croissance

Perspectives françaises			
(taux de variation en %)	2000	2001	2002
PIB	3,4	2,0	1,5
Importations	15,2	2,2	3,4
Consommation privée	2,7	2,5	1,6
Investissement total	6,2	2,7	-1,4
Exportations	13,4	3,3	3,0
Prix à la consommation	1,7	1,8	1,2

s'est traduit par l'arrêt de la réduction du taux de chômage. La vigueur de la consommation constatée au cours du premier semestre pourrait en pâtir en dépit de la décrue récente de l'inflation. L'indice du volume des ventes du grand commerce a ainsi nettement reculé en juillet, alors que la consommation de produits manufacturés n'a pas progressé au deuxième trimestre. En outre, l'avance de l'encours de la dette des ménages ne ressort plus qu'à 2,8 % en glissement trimestriel annualisé en août contre 7,4 % en moyenne en 2000.

Les incertitudes quant aux éventuels effets du passage à l'euro sur l'évolution de l'indice des prix à la consommation pourraient également brider un peu plus cette dernière, d'autant plus que l'indice d'inflation sous-jacente s'inscrit toujours sur une tendance à la hausse (1,8 % en glissement sur un an au dernier point connu).

Marchés de taux, marchés de change

De part et d'autre de l'Atlantique, en réponse à la détérioration de la conjoncture, les politiques monétaires se sont encore assouplies, plus timidement de ce côté-ci que de l'autre. Ceci a contribué à ce que les taux longs sur emprunts d'Etat restent tirés vers le bas, l'orientation étant justifiée par le reflux de l'inflation dans les pays développés. Le fait que les taux longs restent tirés à la baisse ne suffit cependant pas à soutenir les marchés boursiers. Ceux-ci, avant que les attentats terroristes frappent les Etats-Unis,

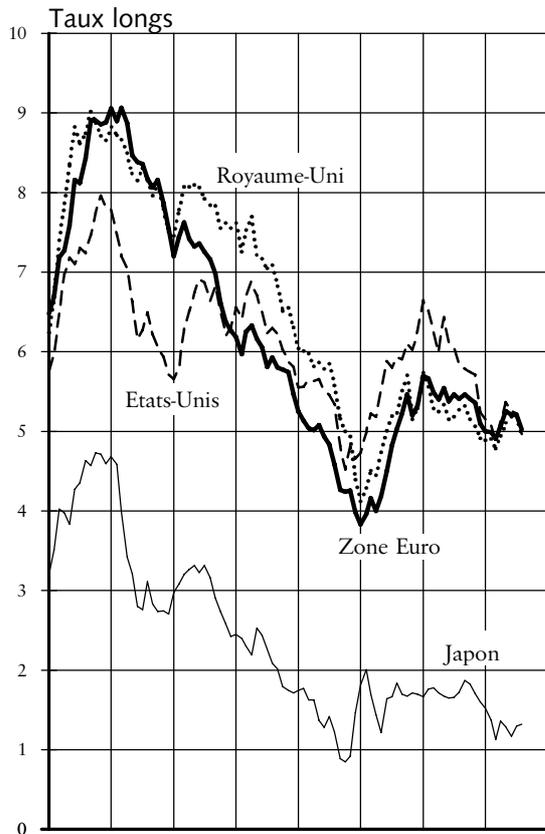
continuaient de se replier, davantage au Japon et en Europe qu'aux Etats-Unis, la baisse ne concernant plus seulement les valeurs TMT mais aussi les autres. Il est vrai que les profits des entreprises sont en recul et sont partout revus à la baisse.

Les taux directeurs vont encore baisser

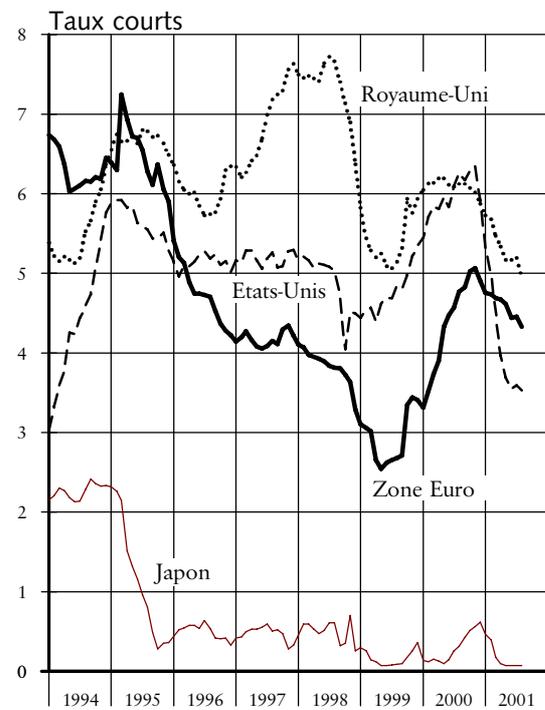
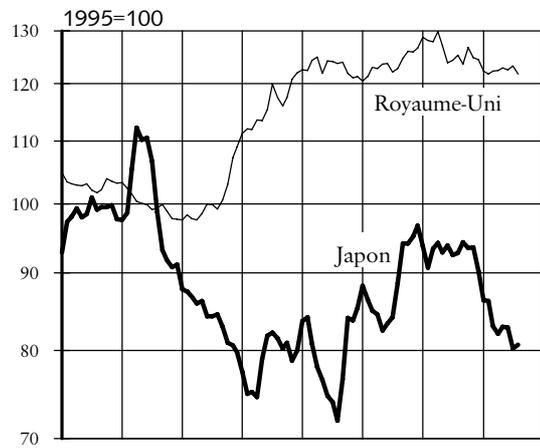
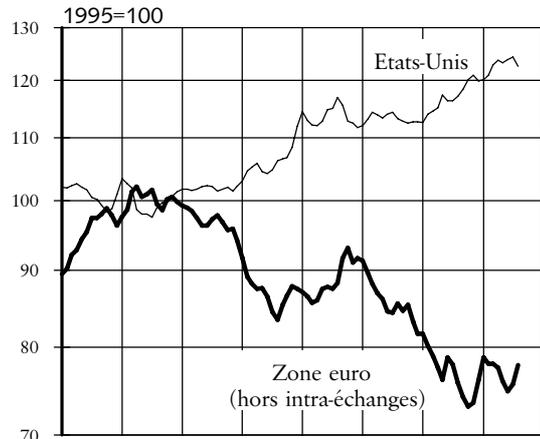
Aux Etats-Unis, la croissance a été pratiquement nulle au deuxième trimestre avec notamment une lourde chute de l'investissement des entreprises. La montée du chômage, encore freinée par la baisse des taux d'activité, devrait se poursuivre ce qui devrait conduire à une décélération de l'inflation salariale. La Réserve fédérale devrait donc encore assouplir sa position dans la mesure où la récession va se développer et où les événements du 11 septembre sont de nature à fortement affecter la confiance des ménages. Nous anticipons une nouvelle baisse de 50 centimes des fonds fédéraux d'ici le printemps prochain. Les rendements à dix ans sur emprunts d'Etat continueraient de reculer jusque sur la ligne des 4 %.

Perspectives des taux et des changes			
	2000	2001	2002
Taux longs (10 ans) en %			
Etats-Unis	6,0	5,0	4,2
Japon	1,7	1,3	1,4
Zone euro	5,4	4,9	4,5
Taux courts (3 mois) en %			
Etats-Unis	6,0	3,7	2,6
Japon	0,3	0,2	0,2
Zone euro	4,4	4,3	3,2
Taux de change			
1 euro = ... \$	0,92	0,91	1,00
1 \$ = ... yens	108	122	125
1 £ = ... \$	1,52	1,44	1,41

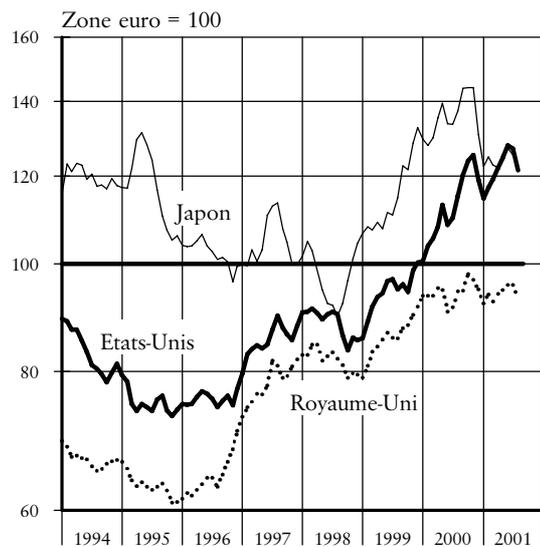
Taux d'intérêt internes



Taux de change effectif réel



Niveau relatif des coûts salariaux horaires dans l'industrie



© REXECODE

Le repli des taux directeurs de la BCE ne peut que se poursuivre. A 3,75 %, le taux des appels d'offre est encore élevé au regard des fondamentaux. L'inflation reflue et tout laisse à penser que son rythme sera proche de la ligne des 2 % vers la fin de l'année. L'euro s'est renforcé et la croissance continue de ralentir. Nous anticipons une baisse de 75 centimes d'ici au printemps prochain.

Baisse du yen et recul du dollar

La devise japonaise, actuellement ferme sur les marchés, demeure nettement surévaluée. Le Japon continue de perdre des parts de marché. Aussi, bien que l'économie s'enfonce dans la déflation, les excédents extérieurs se réduisent. Cette dégradation des comptes extérieurs devrait peser sur le change que nous faisons baisser jusqu'à 125 yens pour un dollar à la fin 2002.

Le dollar devrait faiblir contre l'euro. Les déficits extérieurs américains demeurent considérables même s'ils ont commencé à se réduire et les taux d'intérêt à court terme devraient encore baisser plus vite qu'en Europe, au moins à courte échéance. Le change du dollar, laissant des coûts salariaux horaires dans l'industrie américaine supérieurs aux coûts européens, est surévalué. Nous parions que les marchés finiront par corriger cette anomalie en ramenant la parité à un pour un fin 2002.

Surévalué vis-à-vis de l'euro de 10 à 15 %, ce qui pénalise les exportations britanniques, le

sterling baisserait, préparant son intégration à l'UEM que les marchés de taux longs ont déjà ratifiée.

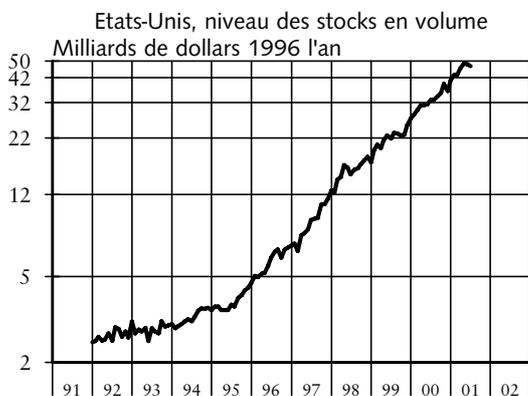
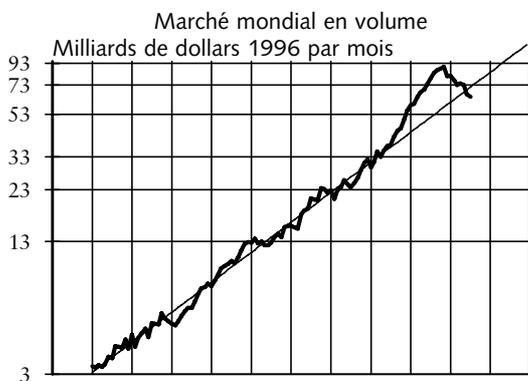
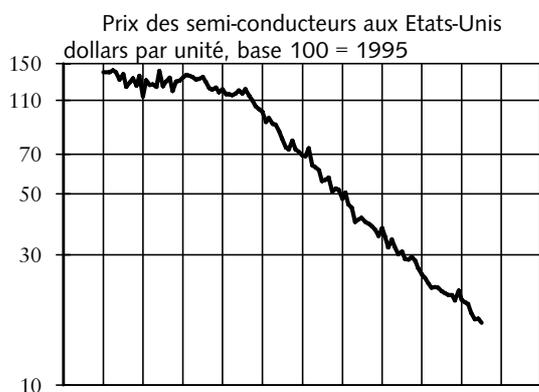
Rebond probable des secteurs technologiques au premier semestre 2002

Depuis le début de l'année, le chiffre d'affaires des entreprises des secteurs des technologies de l'information et des communications (TIC) diminue brutalement. Entre janvier et juillet 2001, les livraisons manufacturières américaines en TIC (ordinateurs et produits électroniques) ont baissé de 38 % l'an. En juillet, elles sont redescendues au niveau qui était le leur au printemps 1997 (moins de 36 milliards de dollars par mois). En Europe, la production industrielle en TIC est tout aussi sévèrement touchée. En France, l'indice de la production industrielle en TIC recule de plus de 40 % l'an sur les six premiers mois de l'année. Entre janvier et juillet, la chute de la production manufacturière en TIC du Royaume-Uni dépasse 35 % l'an. Seule l'Allemagne est restée jusqu'à présent relativement épargnée (-12 % l'an sur la même période).

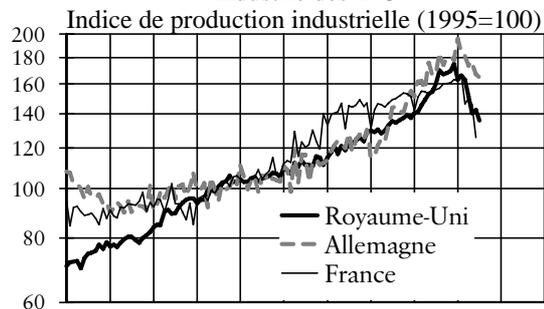
Signe que l'ajustement n'est pas terminé, on observe que le niveau des stocks (exprimé en dollar) des entreprises productrices américaines reste encore élevé. Sur les six premiers mois de l'année, il n'a baissé que de 13 % l'an. En conséquence, le ratio « stocks sur livraisons » a fortement rebondi. Etant donné que les nouvelles commandes

Cycle des secteurs technologiques

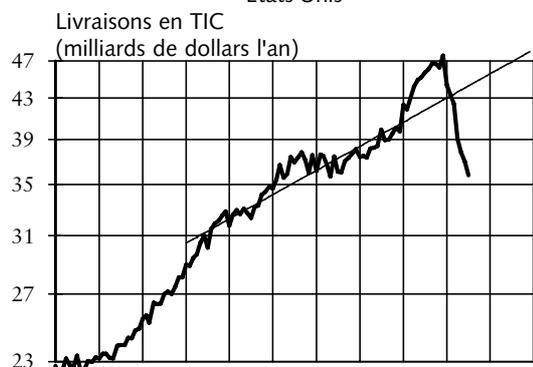
Semi-conducteurs



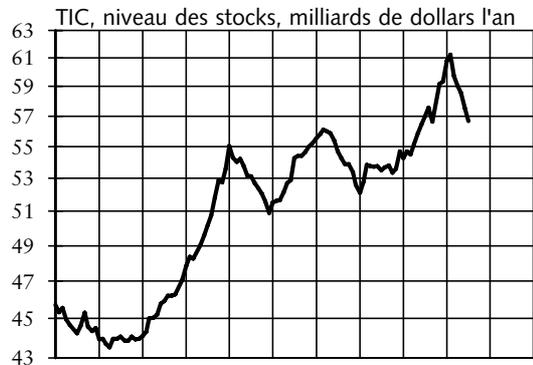
Industrie des TIC



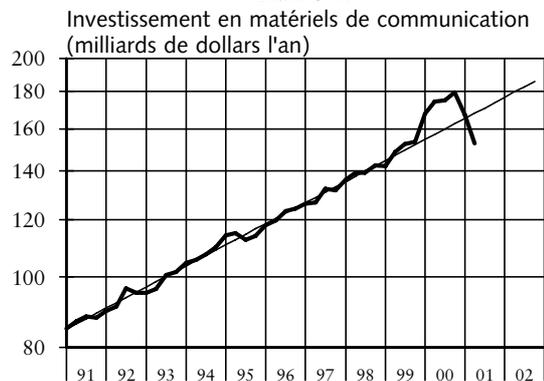
Etats-Unis



Etats-Unis



Etats-Unis



© REXECODE

s'effondrent, les entreprises des secteurs technologiques pourraient accélérer le processus de déstockage, et pour ce faire intensifier les pressions sur les prix. A la sortie de l'été 2001, le retournement de la bulle technologique devrait perdurer encore deux à trois trimestres. Il faut cependant noter que si toutes les composantes industrielles des TIC connaissent une érosion des ventes, l'ampleur de la durée probable de la correction apparaît très différenciée selon les produits.

Ajustement entamé dans le secteur des semi-conducteurs

Les semi-conducteurs figurent parmi les produits les plus touchés par la crise du secteur technologique. En neuf mois, d'octobre 2000 à juillet 2001, le marché mondial a été réduit de moitié. En juillet 2001, le marché des semi-conducteurs atteignait 10,8 milliards de dollars par mois, soit un niveau identique à celui du printemps 1995 (date qui correspond à l'émergence de la nouvelle économie et qui a généré des besoins accrus en composants électroniques). Selon le département américain du Commerce, la baisse des prix des semi-conducteurs ne s'est pas accélérée ces derniers mois, et est restée sur le rythme connu au cours de six dernières années de l'ordre de 30 % l'an.

La pression sur les prix devrait désormais s'intensifier afin d'écouler des stocks qui ris-

quent de devenir obsolètes. Mesurés en volume, ceux-ci se maintiennent encore à un point haut historique aux Etats-Unis. Si l'on considère le volume des ventes mondiales de semi-conducteurs, son repli est nettement moins entamé qu'en valeur, et n'a pas encore compensé l'envol qu'avait connu le secteur au moment de l'apparition de la bulle technologique. Une prolongation de cette tendance jusqu'au printemps prochain n'est pas exclue.

Fortes baisses de prix chez les équipementiers de télécommunications

C'est incontestablement en matière d'équipement de communications que la surproduction avait atteint un paroxysme et où la correction durera le plus longtemps. Les livraisons libellées en dollar des équipementiers américains, bien positionnés sur les marchés mondiaux de la transmission de données, enregistrent une baisse brutale sur les sept premiers mois de l'année (-47 % l'an). Dans ce secteur où la pression sur les prix était modérée par le niveau élevé de concentration des équipementiers, les baisses des prix, à un chiffre dans les années récentes, atteignent désormais près de 35 % l'an. Le retournement opéré actuellement pourrait ne se terminer qu'à la fin de l'année 2002. Les opérateurs de télécommunications, nationaux ou étrangers, sont confrontés à des difficultés financières, auxquelles s'ajoutent les incertitudes liées à l'UMTS. ■



Perspectives économiques des principaux pays

Etats-Unis

Les très graves événements survenus à New York constituent un choc majeur pour l'économie américaine. Les conséquences sont encore impossibles à évaluer mais il est fort probable que ce choc, qui touche une économie en panne de croissance, va précipiter celle-ci dans la récession. La difficulté est d'en évaluer l'ampleur et la durée sachant d'une part que l'économie est marquée de graves déséquilibres dont la résorption s'avère incontournable et exercera un effet dépressif mais que d'autre part un début de rééquilibrage a commencé déjà de s'opérer.

On rappellera en outre que les autorités monétaires et budgétaires disposent de degrés de liberté pour soutenir l'activité. Les premières ont déjà baissé fortement leurs taux directeurs, les secondes ont déjà procédé à des baisses d'impôts comme l'Administration Bush l'avait proposé au Congrès au printemps dernier. Ces baisses d'impôt sur les revenus des ménages ont commencé en

juillet, se traduisant instantanément par un gonflement de l'épargne des ménages.

La panne de croissance dans laquelle se trouvait l'économie américaine à la veille du 11 septembre ne doit pas occulter le fait que les secteurs produisant des biens durables et non dura-

Vers la récession

Etats-Unis				
	1999	2000	2001	2002
	Variations annuelles en %			
PIB	4,1	4,1	1,1	-0,2
Demande interne stocks compris	5,0	4,8	1,0	-0,4
Demande interne hors stocks	5,2	5,0	1,9	-0,7
Consommation privée	5,0	4,8	2,6	-0,1
Dépenses publiques	3,3	2,7	4,0	4,5
FBCF totale	7,8	7,8	-2,7	-8,1
logement	6,7	0,8	1,3	-2,2
productif	8,2	9,9	-3,8	-9,8
Exportations de biens et services	3,2	9,5	-2,3	-2,1
Importations de biens et services	10,5	13,4	-1,0	-2,1
Prix de détail	2,2	3,4	2,9	1,3
Gains horaires*	3,6	3,8	4,1	3,1
Coût salarial horaire*	4,4	6,2	6,0	3,6
Taux de chômage en %**	4,2	4,0	4,8	6,8
Solde des comptes publics en % du PIB	0,8	1,7	0,4	-2,0
Balance courante en mrd \$ (taux annuel)	-328	-445	-415	-335
Balance courante en % du PIB	-3,5	-4,5	-4,1	-3,2
1 \$ = ...euro	0,94	1,09	1,10	1,00
1 \$ = ...yens	114	108	122	125
1 £ = ...\$	1,62	1,52	1,44	1,41
<i>*secteur privé non agricole</i>				
<i>**moyenne sur la période</i>				

bles sont entrés en récession. L'intensité de celle-ci n'a d'ailleurs plus rien à envier à celle enregistrée en 1990-1991 au moment de la guerre du Golfe. En regard, les secteurs du bâtiment et des services faisaient encore preuve d'une vitalité incontestable.

L'examen des différents postes de la demande montrent que la récession touchant les secteurs producteurs de biens durables et non durables vient d'une chute des dépenses en capital des entreprises passant par une vive contraction des stocks et un repli des dépenses d'investissement. En regard, les dépenses des ménages (consommation et investissement en logement) se sont certes modérées mais faisaient encore preuve d'un certain dynamisme.

Les deux questions qui se posaient déjà avant le 11 septembre étaient les suivantes. La baisse des dépenses en capital des entreprises peut-elle aller plus loin et durer plus longtemps de ce que l'on prévoyait antérieurement ? La consommation des ménages continuera-t-elle de résister ? Ces deux questions se posent évidemment de façon plus aigüe depuis le 11 septembre.

La chute des taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie qui ont déjà cassé leur point bas de la récession de 1990-1991 et la vive contraction des profits à partir de niveaux révisés drastiquement en baisse par les comptes nationaux amènent à prolonger jusqu'au printemps prochain la baisse de l'investisse-

ment productif. En moyenne annuelle, celui-ci reculerait de 3,8 % cette année et de 9,8 % l'an prochain. La correction toucherait principalement les TIC et le matériel de transport. En matière de stock, la correction paraît en revanche déjà largement effectuée, cette partie de la demande contribuerait légèrement positivement à l'activité.

Du côté des ménages, il y a tout lieu de penser que le processus de remontée du taux d'épargne va se poursuivre. La baisse des indices de confiance, la chute boursière, la contraction de l'emploi liée à la défense des marges des entreprises vont peser sur les dépenses des ménages. En regard, il est vrai que la progression du salaire réel par tête s'est accélérée, que les taux d'intérêt baissent et que l'impôt diminue. Nous inscrivons un creux de la consommation au cours des deux prochains trimestres laissant, avec un modeste rebond au-delà, une légère baisse en moyenne annuelle (- 0,1 %) entre 2001 et 2002.

Au total, le volume du PIB américain baisserait de 0,2 % l'an prochain après avoir augmenté de 1,1 % cette année. Le gros du repli se ferait cet automne et cet hiver, le rebond commencerait à l'été prochain et s'intensifierait au-delà. Avec la contraction de l'activité, le déficit des comptes courants se réduirait d'environ 80 milliards de dollars entre 2001 et 2002.

Japon

En première estimation, le volume du PIB est ressorti en

forte baisse, à -3,2 % l'an au deuxième trimestre de l'année calendaire 2001. La chute fait suite à une légère hausse au premier trimestre, de 0,5 % l'an. L'acquis de croissance est négatif à -0,3 % (-0,6 % pour l'exercice fiscal). La déflation s'aggrave avec une chute de 7,4 % l'an du déflateur du PIB. L'un des deux points noirs que font ressortir les comptes détaillés du deuxième trimestre est la contraction de l'investissement dans toutes ses composantes. L'autre a trait aux échanges extérieurs dont la contribution demeure négative depuis le troisième trimestre 2000 malgré la baisse des importations depuis le début de l'année. En revanche, la consommation des ménages jusqu'ici se maintient.

L'activité continue de se dégrader rapidement. L'indice de la production industrielle et les exportations de marchandises ont rejoint leur point bas enregistré lors de la crise de 1998. Les commandes s'adressant au secteur de la mécanique reculent pour le troisième mois consécutif en juillet, laissant présager la poursuite de la correction de l'investissement productif en cours depuis le début de l'année. La très forte baisse des profits dans le secteur manufacturier (-58,2 % l'an) n'est pas de nature, en effet, à encourager les projets d'investissement. Les ventes au détail en volume restent rivées à leur moyenne de ces douze derniers mois, les consommateurs bénéficiant de la baisse des prix.

La récession prévue cette année va se poursuivre en 2002. Le problème fondamental de l'é-

conomie nipponne reste l'insuffisance de la demande dans un contexte de surdimensionnement de l'appareil productif, ce qui alimente la déflation. Au plan interne, l'inertie de la demande des ménages reflète avant tout les craintes liées à la montée du chômage. Au plan externe, la stagnation des exportations en période de croissance forte rappelle le manque de compétitivité du Japon. La baisse de l'excédent courant semble toutefois ouvrir la voie à une dépréciation du yen, mais de façon très graduelle et qui resterait en outre insuffisante.

Les Etats-Unis se dirigeant vers une récession en 2002, il faut prévoir un repli supplémentaire des importations américaines qui affectera davantage le Japon. Les exportations japonaises vers les Etats-Unis représentent l'équivalent de 1,4 % de

**L'aggravation de la crise
devrait reporter les projets
de réformes radicales
de M. Koizumi**

Japon				
	1999	2000	2001	2002
	Variations annuelles en %			
PIB	0,8	1,5	-0,5	-0,5
Demande interne stocks compris	0,9	1,1	0,1	-0,3
Demande interne hors stocks	1,1	1,0	0,3	-0,5
Consommation privée	1,2	0,5	0,8	0,5
Consommation publique	4,0	3,6	2,4	2,0
FBCF totale	-0,8	0,6	-1,8	-3,9
logement	0,8	1,6	-9,0	-3,0
productif	-4,3	4,4	0,9	-3,9
FBCF publique	6,1	-7,3	-4,0	-4,5
Exportations de biens et services	1,3	12,1	-5,0	-3,2
Importations de biens et services	2,9	9,9	0,8	-1,1
Prix de détail	-0,3	-0,6	-0,6	-0,9
Gains mensuels (ens. de l'économie)	-4,3	0,6	1,0	-0,3
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage en %*	4,7	4,7	5,0	5,8
Solde des comptes publics en % du PIB	-7,0	-8,6	-7,9	-7,9
Balance courante (mrds \$ taux annuel)	107	117	72	45
Balance courante en % du PIB	2,4	2,5	1,8	1,2
Euro-yen à 3 mois	0,2	0,3	0,2	0,2
Obligations d'Etat à 10 ans	1,7	1,7	1,3	1,4
1 euro = ... yen	121	100	111	125
1 \$ = ... yen	114	108	122	125
	*en moyenne sur la période			

son PIB, ce qui n'est pas négligeable. En outre, le Japon va aussi indirectement souffrir de la récession aux États-Unis par l'intermédiaire de son commerce avec les pays émergents d'Asie. Ceux-ci sont très exposés au marché américain et certains d'entre eux devraient connaître une récession cette année se prolongeant l'année prochaine. Le Japon exporte vers l'Asie émergente l'équivalent de 2,7 % de son PIB. Au total, les exportations japonaises devraient sensiblement chuter en 2001 et 2002.

A côté de l'impact macroéconomique de la récession américaine, les conséquences financières doivent aussi être prises en compte. On peut notamment s'attendre à une aggravation de la situation des banques et des compagnies d'assurance japonaises dans un contexte de demande très détériorée et de baisse boursière prononcée. Le discours officiel, qui reste axé sur le nettoyage dans un délai de trois ans des dettes jugées les plus irrécouvrables, connaît des délais de mise en œuvre qui attisent la méfiance des opérateurs. Des mesures sont attendues fin septembre en faveur des banques et du marché boursier. La politique monétaire restera expansionniste tant que les prix intérieurs baisseront.

Au plan budgétaire, les projets de réforme du gouvernement Koizumi pourraient être repoussés, remettant à plus tard l'assainissement des comptes publics. Les circonstances vont probablement contraindre l'État à gonfler le plan de relance en préparation ainsi que le budget 2002 qui doit être voté en

décembre. Le marché du travail devrait bénéficier de mesures spécifiques. Le Japon reviendrait donc à une politique de court terme visant à lui permettre de passer la récession actuelle.

Zone euro

La zone euro est entrée depuis le second semestre 2000 dans une phase de ralentissement qui s'est brutalement accentuée au deuxième trimestre de cette année. L'avance du PIB de la zone euro est ainsi revenue d'une progression de 3,7 % l'an au premier semestre 2000 à 2,5 % l'an au cours du semestre suivant puis 1,6 % lors des six premiers mois de cette année. La faiblesse de la demande interne de certains pays européens (Allemagne, Italie) s'est ajoutée au recul des exportations affectées par le ralentissement de la demande mondiale. Notre scénario pour les dix-huit prochains mois retient que les facteurs de croissance interne ne se détérioreraient plus. La dégradation de l'environnement extra-européen ne s'accroîtrait pas non plus. Pour autant, l'activité ne s'accélérait pas avant le début de l'année prochaine pour progressivement revenir sur une tendance de 2,5 % l'an au second semestre 2002.

Le principal élément de soutien de l'activité resterait la consommation des ménages qui, à elle seule, représente 56 % du PIB de la zone euro. Cette hypothèse demeure toutefois tributaire d'un équilibre fragile entre d'une part une force négative : l'arrêt de l'amélioration de la situation sur le marché du travail et la lente remontée du

taux de chômage et, d'autre part, des facteurs de soutien : la poursuite de la désinflation et les effets des mesures de baisses d'impôts décidées dans de nombreux pays européens.

En revanche, les dépenses d'investissement n'apporteraient qu'un faible soutien à l'activité. La disparition du différentiel de croissance et de rémunération des capitaux entre l'Europe et les Etats-Unis se traduirait certes par de moindres sorties nettes d'investissements directs. Ces fonds pourraient ainsi chercher à s'investir en Europe et non plus à l'extérieur. Toutefois, la dégradation du climat des affaires ainsi que le recul rapide du taux d'utilisation des capacités de production ne nous permettent pas d'envisager de reprise significative de l'investissement d'ici la fin 2002.

Le rebond progressif de l'euro contre le dollar que nous retenons permettrait de contenir les risques d'inflation importée sans pour autant éroder intégralement les gains de compétitivité réalisés à la faveur de l'appréciation passée du dollar. Un retour à la parité de un euro pour un dollar n'empêcherait pas les coûts salariaux horaires des cinq grands pays européens de demeurer inférieurs aux coûts américains équivalents. Ainsi que ce fut le cas en 2000, les pays de la zone euro continueraient de gagner des parts de marché tant en 2001 qu'en 2002. La balance commerciale consolidée de la zone euro verrait son excédent se regonfler en 2001 puis, dans une moindre mesure, à nouveau en 2002.

Dans ce contexte, le scénario financier serait marqué par la poursuite de l'assouplissement monétaire amorcé en mai dernier et qui s'est accéléré au mois de septembre. Les taux à court terme reviendraient à un point bas de 3 % dès le deuxième trimestre 2002 alors que la pentification de la courbe des taux se poursuivrait jusqu'au troisième trimestre 2002. L'arrêt de l'amélioration des comptes publics se traduirait par un accroissement progressif des émissions de titres publics, ce qui pèserait sur les taux longs. Le poids des déficits publics dans le PIB remonterait pour se stabiliser aux environs de 1,3 % contre 0,8 % en 2000. Les allègements d'impôts ne seraient pas compensés par une contraction équivalente des dépenses publiques alors que le ralentissement de l'activité s'avère finalement bien plus important que

Une croissance en ralentissement soutenue par la seule consommation des ménages

Zone euro				
<i>Sauf indication contraire calcul sur 6 pays (91% de la zone)</i>	1999	2000	2001	2002
	Variations annuelles en %			
PIB	2,4	3,4	1,7	1,5
Demande interne stocks compris	3,2	2,9	1,3	1,8
Demande interne hors stocks	3,4	3,0	1,6	1,6
Consommation privée	3,1	2,6	1,9	2,1
Consommation publique	2,0	1,9	1,6	1,5
FBCF totale	5,3	4,8	0,7	0,3
Exportations de biens et services	4,2	12,0	4,4	2,8
Importations de biens et services	6,7	10,9	3,3	3,4
Prix à la consommation harmonisés	1,1	2,3	2,7	1,6
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage (en %) *	9,9	8,8	8,3	8,4
- en mrd\$ " "	-6,2	-31,6	-13,7	0,5
- en % du PIB	-0,1	-0,6	-0,2	0,0
Euribor à 3 mois	3,0	4,4	4,3	3,2
Emprunt d'Etat à 10 ans	4,6	5,4	5,0	4,5
1 euro = ... \$	1,07	0,92	0,91	1,00
1 euro = ... yen	121	100	111	125
1 euro = ... £	0,66	0,61	0,63	0,71
* calcul sur l'ensemble de la zone,				
** ajustée aux données consolidées de la BCE pour l'ensemble de la zone				

celui qui était anticipé il y a encore six mois.

Allemagne

Le ralentissement de la croissance s'est poursuivi en Allemagne au cours du premier semestre 2001 ce qui nous conduit à réviser à la baisse nos perspectives pour 2001. La croissance du volume du PIB est ramenée à 0,9 %, contre 1,8 % en juin, et à 1,6 % en 2002 contre 2,2 % prévu antérieurement. Le ralentissement en 2001 est dû à la poursuite du tassement de la conjoncture mondiale, qui devrait encore notamment peser sur les exportations, et à la faiblesse de la demande intérieure en particulier dans le secteur des investissements.

Un rebond lié à l'arrêt de la détérioration du secteur de la construction

Après une baisse ininterrompue depuis mai 2000, l'indice

Ifo, le principal indicateur du climat des affaires, a très légèrement rebondi en juillet. Toutefois, la tendance dans le secteur industriel reste orientée à la baisse. En effet, la production industrielle hors construction recule encore de 5 % l'an sur les trois derniers mois connus et les commandes intérieures dans le secteur des biens d'équipement chutent de 49,2 % l'an en juin. Par conséquent nous anticipons une poursuite du recul de la FBCF en biens d'équipement qui ressortirait à -1,2 % en 2001 et à -2,5 % en 2002. Dans le secteur de la construction, une relative stabilisation est observée ces derniers mois, suggérant que le point bas serait atteint à la fin de l'année. Au total, nous anticipons un nouveau recul de 5,1 % en 2001 de la FBCF en construction et une stabilisation en 2002 à -0,2 %.

La consommation des ménages a fortement rebondi au premier semestre 2001 à près de 4 % l'an, mais un tel rebond n'est pas tenable à moyen terme compte tenu de la situation sur le marché du travail. En effet, si les baisses d'impôts ont donné un coup de fouet à la consommation privée (1 % du PIB selon les calculs de la Bundesbank) et si l'inflation recule, améliorant le pouvoir d'achat des ménages, le marché du travail se dégrade depuis plusieurs mois. Le nombre de chômeurs augmente et l'emploi total recule de manière ininterrompue depuis le début de l'année, suggérant un ralentissement de la consommation au deuxième semestre. Pour l'ensemble de l'année 2001 la hausse de la consommation des ménages res-

Allemagne				
	1999	2000	2001	2002
Variations annuelles en %				
PIB	1,7	3,2	0,9	1,6
Demande interne stocks compris	2,4	2,2	0,0	1,4
Demande interne hors stocks	2,9	1,8	0,7	1,4
Consommation privée	3,0	1,6	1,8	2,1
Consommation publique	1,6	1,2	1,6	1,4
FBCF totale	3,7	2,9	-2,9	-0,7
construction	1,1	-2,1	-5,1	-0,2
équipement	6,6	9,8	-1,2	-2,5
immatérielle	13,5	8,8	6,4	6,6
Exportations de biens et services	5,2	13,9	5,4	3,3
Importations de biens et services	8,1	10,6	2,8	3,1
Prix de détail	0,6	2,0	2,7	0,9
Gains horaires (toutes activités)	2,6	2,0	1,8	2,0
Moyenne sur la période				
Taux de chômage (en %)	10,5	9,6	9,4	9,4
Balance courante (taux annuel)				
- en mrd \$	-18,7	-19,2	-11,7	-8,0
- en % PIB	-0,9	-1,1	-0,6	-0,4
Euribor à 3 mois (à partir de 1999)	3,0	4,4	4,3	3,2
Emprunt d'Etat à 10 ans	4,5	5,3	4,8	4,4
1 euro = ... \$	1,07	0,92	0,91	1,00
1 \$ = ... DM *	1,84	2,12	2,15	1,97

* Taux de change implicite

sortirait à 1,8 % et pour 2002 à 2,1 %.

Bien que les exportations ne se dégradent plus depuis le début du deuxième trimestre de cette année, le fort ralentissement de la demande mondiale que nous anticipons aura des conséquences négatives sur les exportations allemandes. Au total le rythme de croissance des exportations ne serait que de 1,7 % à la fin de l'année 2001 et de 3,3 % sur l'ensemble de l'année 2002. Par ailleurs, les importations en volume, qui ont reculé au premier semestre 2001, n'augmenteraient que de 2,8 % en 2001 et de 3,1 % en 2002.

L'inflation a atteint un pic à 3,5 % sur un an en mai dernier en raison de la hausse des prix énergétiques et de l'alimentation. Depuis lors, la hausse des prix a ralenti et ressort à 2,6 % en août. Les prix à la production reculent même en rythme instantané à -0,7 % l'an en juillet sur les trois derniers mois connus. Pour l'ensemble de l'année 2001 nous prévoyons une hausse de l'indice des prix de 2,7 %. En 2002, en dépit d'une nouvelle hausse en janvier de l'écotaxe frappant les carburants et l'électricité, l'inflation devrait rester contenue à 0,9 % grâce au maintien des salaires et à la baisse prévue des prix de l'énergie.

L'objectif du gouvernement d'avoir des comptes équilibrés en 2006 semble pour l'instant compromis. L'année 2001 devrait se terminer sur un déficit de 1,7 % du PIB. La dégradation des comptes sociaux, en particulier

l'assurance maladie et le traitement social du chômage, devrait peser sur les comptes publics en 2002. Par ailleurs, les prévisions de recettes, qui sont pour l'instant encore fondées sur une croissance de 2,25 % en 2002, devraient être revues à la baisse plus fortement que prévu avec la dégradation de la situation financière des entreprises et avec les nouvelles baisses d'impôts prévues pour les PME-PMI. Le déficit des APU ressortirait donc à 1,5 % du PIB en 2002.

France

Au cours du premier semestre 2001, la croissance du PIB en France a accentué son ralentissement amorcé dès le début de l'année dernière. L'avance du volume du PIB est ainsi

**Poursuite
du ralentissement et décro-
chage de l'investissement**

France				
	1999	2000	2001	2002
	Variations annuelles en %			
PIB	3,0	3,4	2,0	1,5
Demande interne stocks compris	3,0	3,6	1,7	1,5
Demande interne hors stocks	3,5	3,3	2,4	1,1
Consommation privée	3,2	2,7	2,5	1,6
Consommation publique	2,0	2,3	1,8	2,0
FBCF totale	6,2	6,2	2,7	-1,4
logement	7,6	4,6	-0,1	0,0
productif	5,9	7,1	3,4	-3,6
administrations publiques	3,6	4,2	2,8	1,6
Exportations de biens et services	3,9	13,4	3,3	3,0
Importations de biens et services	4,2	15,2	2,2	3,4
Prix de détail	0,6	1,7	1,8	1,2
Salaire mensuel de base	1,7	1,7	2,4	2,4
Taux de salaire horaire	2,3	5,0	4,2	3,0
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage au sens du BIT (%)	11,0	9,7	8,8	9,2
Balance courante en mrd \$ " "	37,1	20,9	20,8	26,7
Euribor 3 mois (à partir de 1999)	3,0	4,4	4,3	3,2
Obligations d'Etat à 10 ans	4,6	5,4	4,9	4,5
1 euro = ... \$	1,07	0,92	0,91	1,00
1 \$ = ...FF**	6,2	7,1	7,2	6,6

* au sens de la comptabilité européenne
** taux de change implicite

repassée nettement en dessous de sa tendance moyenne des vingt dernières années (2 % par an en moyenne entre 1978 et 2000) pour ne plus ressortir qu'à 1 % l'an au deuxième trimestre. A l'horizon des dix-huit prochains mois, un rebond modéré des exportations compenserait le recul de l'investissement productif. L'avance de la consommation se ralentirait également en raison du repli de l'emploi salarié marchand. Enfin le mouvement de déstockage qui a fortement pesé sur l'activité au premier trimestre, ne se poursuivrait pas au-delà du troisième trimestre de cette année. En ligne avec une reprise modérée de l'activité à partir du début 2002, une reconstitution des stocks se produirait même, ce qui viendrait soutenir les importations. Au total, la modération de l'activité ne s'accentuerait pas d'ici la fin de l'année. L'avance du PIB accélérerait lentement pour ressortir en 2002 à 1,5 % en moyenne annuelle et à 2,5 % l'an à la fin de l'exercice.

Les exportations ont fortement subi le ralentissement de la demande mondiale. Après une progression de 13,4 % en 2000 en moyenne annuelle, elles ne progresseraient plus que de 3,3 % en 2001 puis de 3 % l'année suivante. La poursuite du redressement de l'euro handicaperait en effet les exportations françaises alors que le durcissement progressif de la loi sur les 35 heures viendrait éroder à nouveau la compétitivité du site de production français et soutenir les importations. On peut déjà noter que, en moyenne sur les huit premiers mois de l'année, le coût salarial horaire français est infé-

rieur de 15,7 % au coût salarial horaire allemand contre un écart de 19 % en moyenne en 2000.

Dans ce scénario, l'excédent de la balance commerciale se regonflerait sous l'effet de la baisse des prix du pétrole. Le solde de la balance courante resterait largement positif aux environs de 150 milliards de francs en 2001 et de 176 milliards en 2002.

La demande intérieure hors stocks serait tirée en priorité par la consommation des ménages. Celle-ci a certes marqué quelques signes de fléchissement à partir du printemps, mais elle bénéficierait de la poursuite du ralentissement de l'inflation. De plus, les réductions d'impôts programmées dans le Projet de Loi de Finances pour 2002 se répartiraient entre une remontée du taux d'épargne des ménages et une consommation supplémentaire. En revanche, la consommation subirait le contrecoup du vif ralentissement de l'emploi (-0,1 % pour l'emploi salarié marchand en 2002 après 2,8 % en 2001) lequel viendrait confirmer la fin de la décrue du chômage.

L'investissement des entreprises reculerait jusqu'à la fin du premier semestre 2002. Des perspectives d'activité peu favorables, un taux d'utilisation des capacités de production qui se replie rapidement et des conditions de financement de plus en plus dégradées ne permettent pas de retenir une hypothèse de rebond de l'investissement à court terme. Le taux de marge des SQS continuerait de reculer jusqu'au début de l'année pro-

chaîne pour ressortir à 32 % de la valeur ajoutée aux prix du marché en 2002 contre 32,8 % en moyenne en 2000. Il regagnerait toutefois quelques décimales en 2002 en raison du redémarrage modéré de l'activité conduisant à une accélération de la productivité apparente de la main d'œuvre.

Enfin, le ralentissement de la croissance, combiné aux baisses d'impôts, pèsera sur l'équilibre des comptes publics. Dans une première estimation rendue publique en juillet, les services de Bercy ont évalué l'effet de la modération de l'activité sur les recettes fiscales 2001 à une perte de 25 milliards de francs. Cette première estimation doit être entendue comme par défaut appelant des corrections ultérieures. Le déficit public, exprimé en points de PIB, remonterait à 1,8 % en 2002 après 1,5 % cette année et 1,4 % l'an passé.

Royaume-Uni

Depuis trois trimestres, l'économie britannique ralentit fortement tout en enregistrant de meilleurs résultats que la plupart des autres pays développés. Elle est passée d'un rythme de croissance de plus de 3 % l'an au milieu de l'année 2000, à 1,3 % l'an au deuxième trimestre 2001. Si les facteurs internes soutiennent encore l'activité, la dégradation de l'environnement extérieur est largement responsable de cette situation. Du point de vue de la production, l'industrie est en récession tandis que les services continuent de croître vigoureusement. Pour les mois à

venir, deux questions se posent alors. La crise de l'industrie se transmettra-elle au secteur des services, affaiblissant encore l'économie outre-Manche ? Quelles seraient les conséquences pour le Royaume-Uni d'une poursuite du ralentissement de l'économie mondiale ?

Le recul de la production industrielle, et plus particulièrement de celle de l'industrie manufacturière (-4,9 % par rapport au plus haut de décembre 2000), est une des conséquences du ralentissement mondial qui s'est focalisé sur l'industrie, et surtout sur les biens d'équipement et les nouvelles technologies. Si l'on ne voit pas encore de signes indiquant une reprise dans l'industrie, ce recul n'est

Un ralentissement moins marqué que dans les autres pays développés

Royaume-Uni				
	1999	2000	2001	2002
	Variations annuelles en %			
PIB	2,3	3,1	1,9	1,5
Demande interne stocks compris	3,8	3,7	2,5	2,0
Demande interne hors stocks	4,5	3,3	2,6	2,1
Consommation privée	4,4	3,7	3,2	2,2
Consommation publique	4,0	2,3	2,8	3,4
FBCF totale	5,4	2,8	0,4	0,5
logement	0,9	1,6	-5,4	0,7
productif	7,5	1,9	-1,5	-0,8
administrations publiques	-3,3	15,3	20,8	13,7
Exportations de biens et services	4,0	8,4	1,7	0,7
Importations de biens et services	8,1	9,6	3,3	2,1
Prix de détail	1,6	2,9	2,0	1,5
Prix de détail hors intérêts hypothécaires	2,3	2,1	2,1	1,8
Gains mensuels (toutes activités)	4,8	4,6	4,5	3,2
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage en % (BIT)	6,0	5,5	5,0	5,1
Solde des comptes publics (% du PIB)	1,3	2,0	0,8	0,0
Balance courante				
- en mrd\$ " "	-16,0	-24,5	-22,9	-20,4
- en % du PIB	-1,1	-1,7	-1,6	-1,4
Marché interbancaire à 3 mois	5,4	6,1	5,0	4,2
Obligations d'Etat à 10 ans	4,9	5,3	5,0	4,8
1 £ = ... euro	1,52	1,64	1,58	1,41
1 £ = ...DM *	2,97	3,21	3,09	2,75
1 £ = ...FF*	9,96	10,77	10,35	9,22

* taux de change implicite

pas suffisant pour entraîner le pays dans la récession, le poids de l'industrie dans le PIB étant de 27 % tandis que celui des services est de 66 %.

Or, la croissance dans ce secteur est restée soutenue au premier semestre 2001 (plus de 3 % l'an). Selon les dernières enquêtes, un certain pessimisme se fait sentir chez les responsables des entreprises de services. Les nouvelles commandes sont en baisse, les perspectives d'emploi et d'investissements sont en repli, les incertitudes sur la demande pesant sur l'activité. Notre scénario privilégie un redémarrage lent de l'activité début 2002. Le risque d'une dégradation du secteur des services, poussant le pays vers la stagnation, voire la récession, ne peut être négligé.

Jusqu'à présent la consommation des ménages reste vigoureuse, faisant un bond à 4,7 % l'an au deuxième trimestre 2001, après deux trimestres à 2,5 % l'an. Il est vrai que le marché du travail reste bien orienté, le taux de chômage au sens du BIT s'étant stabilisé à 5 %. Les ménages ont aussi profité des baisses d'impôts, de la faible progression des prix, du versement de leurs bonus, relatifs à l'année 2000, au premier trimestre 2001 et de la baisse des taux d'intérêt qui a accru la demande de crédits. Malgré la chute de la Bourse, le patrimoine des ménages n'a pas fortement diminué, du fait de la hausse des prix de l'immobilier.

La poursuite du ralentissement économique modérerait l'inflation, améliorant le pouvoir

d'achat des ménages, mais la dégradation du marché du travail et l'augmentation du taux d'épargne des ménages pèseraient sur les dépenses de consommation, et donc sur l'activité dans les services. Dans ce contexte, la Banque d'Angleterre assouplirait encore sa politique monétaire, ce qui, associée à une politique budgétaire expansionniste déjà intégrée dans le budget 2001-2002, relancerait progressivement l'économie.

Le risque externe est également présent. La chute de la demande mondiale associée au niveau toujours élevé de la livre sterling pénalise les exportateurs britanniques. Le déficit commercial s'est encore fortement creusé, s'inscrivant à 34 milliards de livres au taux annuel au deuxième trimestre. Si la chute des exportations est plus marquée sur les marchandises, on note aussi une diminution sur les services due à la baisse de la fréquentation touristique sur le sol britannique à la suite de la crise de la fièvre aphteuse. La baisse de la livre et l'amélioration des termes de l'échange stabiliseraient le déficit extérieur du Royaume-Uni. Toutefois, l'augmentation du risque de récession aux Etats-Unis, suite aux attentats, via la baisse de la consommation des ménages et donc la réduction du commerce mondial des services, pourrait venir différer la reprise escomptée l'an prochain.

Italie

Les derniers indicateurs conjoncturels montrent un net ralentissement de l'économie de

la péninsule. Au deuxième trimestre, le volume du PIB est stable tandis que les secteurs industriels étaient sévèrement touchés par le repli de la demande mondiale : la production industrielle (CVS) a reculé de 5,4 % en rythme annualisé par rapport au trimestre précédent. Les dernières enquêtes dans l'industrie n'indiquent pas de signes de reprise. Il est encore trop tôt pour savoir si le point bas est déjà atteint.

Après avoir enregistré un déficit l'an passé (0,4 % du PIB), la balance courante se redresse sous l'effet de l'amélioration des termes de l'échange et de l'allègement de la facture énergétique. Compte tenu des tensions sur l'appareil de production enregistrées l'an passé, les importations de biens d'équipement sont restées vives au premier semestre (+4,2 % l'an en dollar). Les exportateurs italiens sont particulièrement exposés aux régions qui ralentissent fortement. De surcroît, les parts de marché à l'exportation du Sistema Italia en direction de l'Union européenne ont continué de reculer. En 2001, la contribution des échanges extérieurs à la croissance devrait rester légèrement positive, mais la tendance pourrait s'inverser en 2002 sous l'effet du ralentissement de la demande mondiale adressée à l'Italie. L'amélioration des termes de l'échange permettrait une stabilisation de la balance courante.

La consommation privée italienne ne laisse pas de décevoir et constitue toujours le maillon faible de la demande interne dans la péninsule. Pourtant,

comme l'illustre le niveau encore élevé de la confiance des ménages, le marché du travail avait connu une dynamique exceptionnelle jusqu'au début de l'année 2001. Cette dynamique a cependant été inter-rompue entre janvier et avril. Pour la première fois depuis six ans, le niveau de l'emploi a diminué et cette baisse était particulièrement prononcée dans le Nord du pays, là où l'appareil de production tournait à plein régime.

L'explication de la faiblesse de la consommation privée provient certainement des salaires réels qui n'ont pas progressé depuis 1998. L'inflation des prix de détail a dépassé les 3 % l'an sur les six premiers mois de l'année et n'a que très légèrement décéléré depuis. De nombreux accords de branches ont été ou sont en cours de négociation et devraient infléchir légèrement

L'économie de la péninsule est pénalisée par une consommation atone

Italie				
	1999	2000	2001	2002
	Variations annuelles en %			
PIB	1,6	2,9	2,0	1,4
Demande interne stocks compris	3,0	2,3	1,5	2,2
Demande interne hors stocks	2,6	3,3	1,5	1,8
Consommation privée	2,3	2,9	1,6	2,1
Consommation publique	1,6	1,7	0,6	0,6
FBCF totale	4,6	6,1	2,0	1,8
Construction	2,8	3,6	2,9	2,1
Equipement	6,0	7,8	1,4	1,5
machines et équipt	5,4	7,3	2,5	2,0
transports	8,4	9,9	-3,2	-0,7
Exportations de biens et services	0,0	10,2	6,0	1,9
Importations de biens et services	5,1	8,3	4,4	4,5
Prix de détail	1,7	2,5	2,8	1,7
Gains horaires (toutes activités)	1,8	1,9	2,6	2,8
Coûts salariaux horaires (industrie)	2,2	2,0	2,0	2,8
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage	11,4	10,4	9,7	9,8
Solde** des comptes publics en % du PIB	-1,8	-0,3	-1,9	-1,8
Balance courante				
- en milliards de \$	8,2	-5,5	0,9	0,3
- en % du PIB	0,7	-0,5	0,1	0,0

la pratique de la modération salariale. Cet élément devrait normalement soutenir la consommation privée des ménages qui bénéficieront également de baisses d'impôt à hauteur d'environ 0,4 point de PIB en 2001 et 2002.

En 2001, toutes les composantes de l'investissement ralentissent d'ores et déjà. La dynamique de l'investissement en construction dépendra des nouveaux programmes de travaux publics que le gouvernement Berlusconi a promis d'engager. L'investissement en biens d'équipement a souffert au premier semestre des incertitudes pesant sur les élections législatives. La loi dite "Tremontis bis", qui dispose que les bénéfices réinvestis sont détaxés, pourrait le relancer momentanément. Par ailleurs, compte tenu de la modé-

ration salariale, les entreprises ont pu reconstituer leurs marges ces deux dernières années et les conditions monétaires demeurent accommodantes. En 2002, le ralentissement de l'activité industrielle et la dégradation des perspectives de la demande mondiale devraient toutefois limiter le besoin d'augmentation des capacités de production dans l'industrie.

L'incertitude sur les finances publiques reste forte. Fin juillet, le gouvernement a indiqué que le déficit des administrations publiques ne serait plus conforme aux engagements contractés auprès de l'Union européenne (0,8 % du PIB en 2001) mais atteindrait 1,9 % du PIB. Le gouvernement a précisé qu'il recourrait à des privatisations, réformerait le système des pensions. Le document de programmation pluriannuelle prévoit une croissance de plus de 3 % en 2002 et un objectif de déficit public de 1,7 % du PIB. Il sera très difficile au gouvernement d'atteindre un tel objectif.

Espagne

En début d'année, l'économie espagnole a continué de progresser à un rythme supérieur à celui de la zone euro, bénéficiant entre autre de conditions monétaires plus accommodantes. Au premier semestre, le PIB en volume progresse sur une pente d'environ 3 %. Cela étant, l'activité se serait infléchie depuis, en raison de la nette dégradation de la conjoncture internationale. La nette décélération des échanges extérieurs pèse sur le dynamisme de la croissance.

La croissance restera supérieure à celle de la zone euro

Espagne				
	1999	2000	2001	2002
Variations annuelles en %				
PIB	4,0	4,3	2,8	2,2
Demande interne stocks compris	5,5	4,5	2,9	2,4
Demande interne hors stocks	5,4	4,6	2,9	2,3
Consommation privée	4,7	4,1	2,9	2,3
Consommation publique	2,9	5,3	1,9	1,6
FBCF totale	8,9	5,5	3,7	3,0
construction	9,0	5,8	5,4	3,1
équipement	8,1	4,7	1,2	2,0
Exportations de biens et services	6,6	10,5	4,5	3,2
Importations de biens et services	11,9	10,6	4,5	3,9
Prix de détail	2,3	3,4	3,6	2,6
Gains horaires (toutes activités)	2,6	2,4	2,5	3,0
Moyenne sur la période				
Taux de chômage en %*	15,9	14,1	13,5	13,5
Solde des comptes publics (% du PIB)	-1,1	-0,2	-0,1	0,0
Balance courante				
- en mrd\$ " "	-13,8	-17,4	-18,7	-23,0
- en % du PIB	-2,3	-3,1	-3,2	-3,4
Euribor à 3 mois (à partir de 1999)	2,9	4,4	4,5	3,2
Emprunt phare à 10 ans	4,8	5,5	5,3	4,7
1 euro = ... \$	1,07	0,92	0,90	1,00
1 \$ = ... Pesetas**	156	181	183	166

La production industrielle a reculé au second trimestre de 7,2 % l'an (-1,3 % en glissement annuel). Les taux d'utilisation des capacités de production sont en baisse, retrouvant ainsi leur tendance de moyen terme à 79,2 %. Les dernières enquêtes dans l'industrie manufacturière témoignent d'un fléchissement des perspectives de production et d'un niveau de stocks anormalement élevé.

En revanche, la demande sur le marché automobile reste soutenue, le nombre d'immatriculations ayant progressé au premier semestre au rythme de 40 % l'an. L'indice du climat des affaires dans le secteur de la construction reste bien orienté grâce notamment à une augmentation des carnets de commandes. Toutefois, c'est la branche du génie civil qui tirerait désormais davantage l'activité du secteur, car les mises en chantier de logements résidentiels sont en net recul depuis le premier trimestre. L'activité résidentielle ne pouvait que ralentir au regard des niveaux atteints par le passé, anormalement élevés au regard des données démographiques fondamentales du pays.

Au premier semestre, la consommation privée a été soutenue par la demande des ménages induite par un enrichissement de la croissance en emploi mais aussi par une hausse du pouvoir d'achat. Les pensions et les salaires ont en effet bénéficié d'une révision à la hausse, suite à l'accroissement de l'indice des prix. L'existence de clauses d'indexation des salaires sur les prix pour plus de

la moitié des contrats salariaux espagnols a fait peser le risque d'une spirale inflationniste au printemps, quand les prix de détail se sont accélérés jusqu'à +4,2 % sur un an.

En données harmonisées, l'inflation annuelle reste de 4 % tandis que la moyenne de la zone euro est inférieure à 3 %. Afin de contrer une potentielle hausse des prix en fin d'année, qu'occasionnerait une nouvelle hausse des biens énergétiques importés ainsi qu'une baisse des taux de la BCE, le gouvernement de José Maria Aznar pourrait reporter les allègements d'impôts initialement consentis. Il envisage d'autre part, que les effets de rattrapage sur les salaires soient retardés pour contrer les tensions sur les prix. Cette mesure pèserait toutefois sur la demande privée des ménages espagnols et accentuerait la décélération de l'activité en fin d'exercice. Mécaniquement, le rythme de baisse du chômage pourrait être moins élevé, et le taux de chômage ne pas s'infléchir en deçà de 13 %.

Sur le plan extérieur, le déficit commercial s'est un peu plus creusé, mais le déficit courant au premier semestre est en partie couvert par les flux d'investissements directs étrangers. Les finances publiques devraient quant à elles garder une orientation restrictive, le gouvernement contenant les dépenses publiques en ligne avec le « programme de stabilité ». Le financement des administrations régionales ne se fera désormais plus par endettement. Seules les recettes fiscales et des transferts de l'Etat devront couvrir leurs

dépenses. Après 25 ans de déficit, l'objectif d'élimination du déficit public serait atteint en fin d'année, grâce à la « Ley de Presupuestos Generales del Estado », votée à l'automne dernier. Le déficit budgétaire de 1,8 milliard d'euro devrait être compensé par l'excédent de la sécurité sociale. En revanche les réformes de l'impôt sur le revenu et de l'impôt sur les sociétés devraient être modérées étant donné la diminution des recettes fiscales attendues en fin d'année en raison de la décélération de l'activité.

Pays-Bas

Après avoir progressé deux années consécutives à 3,9 %, le PIB en volume ralentirait forte-

ment en 2001 pour ressortir à 1,3 %. Les Pays-Bas ont connu une baisse de leurs exportations au début de l'année 2001 à laquelle s'est ajouté un recul de la consommation privée et de l'investissement total. En lien avec un redémarrage de la demande mondiale début 2002, la croissance du PIB néerlandais serait alors un peu plus forte l'année suivante, ressortant à 1,7 %.

Le royaume batave est une économie très ouverte et spécialisée en biens intermédiaires. Ses exportations sont particulièrement affectées par le ralentissement mondial. Elles ne ressortiraient qu'en hausse de 2,1 % en 2001 contre 9,1 % en 2000 qui avait été la meilleure performance depuis 1973. La crise de la fièvre aphteuse a également pesé sur les exportations de produits agricoles et alimentaires. Les statistiques néerlandaises estiment que cette épidémie aurait réduit de 0,3 point la croissance du PIB au deuxième trimestre 2001.

Nos dernières perspectives mettaient l'accent sur une consommation privée soutenue en 2001, maintenant la croissance du PIB au-dessus de sa tendance de long terme (2,5 %). Elles sont revues à la baisse. Après être ressortie en hausse de 3,9 % en 2000, la consommation privée ralentirait à 1,5 % en 2001. En raison de la hausse de la TVA au 1er janvier 2001, les ménages avaient anticipé certains achats de biens durables à la fin 2000, si bien que la consommation privée a connu une très forte correction à la baisse au premier trimestre 2001. Malgré la

L'économie néerlandaise en fort ralentissement

Pays-Bas				
	1999	2000	2001	2002
Variations annuelles en %				
<i>NB : les comptes du premier trimestre 2001 ne sont pas connus dans leur intégralité</i>				
PIB	3,9	3,9	1,3	1,7
Demande interne stocks compris	4,2	3,6	1,2	1,8
Demande interne hors stocks	4,4	3,7	1,0	1,9
Consommation privée	4,4	3,9	1,5	2,9
Consommation publique	2,5	3,1	2,4	2,1
FBCF totale	6,5	4,0	-1,5	-0,4
logement	0,9	0,3	-2,5	0,9
productif	9,6	5,1	-1,3	-1,3
administrations publiques	3,4	5,8	1,2	2,0
Exportations de biens et services	5,6	9,1	2,1	1,9
Importations de biens et services	6,3	9,1	2,2	2,1
Prix de détail	2,2	2,5	4,8	3,4
Coûts salariaux horaires (industries)	3,3	3,3	4,5	4,0
Moyenne sur la période				
Taux de chômage en %	3,2	2,4	2,3	2,4
Balance courante (taux annuel)				
- en mrd\$ \$	22,2	20,5	16,6	21,0
- en % PIB	5,6	5,6	4,3	4,8
Euribor à 3 mois (à partir de 1999)	2,9	4,4	4,3	3,2
Emprunt d'Etat à 10 ans	4,65	5,45	4,95	4,55
1 euro = ... \$	1,07	0,92	0,91	1,00
1 \$ = ... florins*	2,06	2,40	2,42	2,20
*Taux de change implicite				

réforme fiscale mise en œuvre début 2001, la consommation privée continue de ralentir en raison de l'accélération de l'inflation, de la baisse régulière de la Bourse d'Amsterdam et de la stabilisation des prix des logements. L'indice de confiance du consommateur ne cesse de baisser depuis le dernier trimestre 2000 et l'épargne des ménages a fortement augmenté depuis le début de l'année.

L'investissement productif baisserait de 1,3 % en 2001 et 2002. Etant donné le fort taux de croissance de l'investissement depuis 1995 et le contexte mondial, il paraît normal que l'investissement connaisse un repli après six années consécutives de croissance. Le secteur de la construction connaît également un tassement, en particulier l'investissement en logement a commencé à ralentir en 2000 pour reculer au premier semestre 2001. Le nombre de permis de construire des logements ne cesse de chuter depuis fin 2000. Le secteur des services est également touché, en particulier les banques puisque les ménages et les entreprises réduisent leurs investissements.

S'affichant à 4,7 % en août, l'inflation néerlandaise est l'une des plus élevées de la zone euro. L'augmentation de la TVA et des taxes écologiques, combinée à la hausse des prix du pétrole et des biens alimentaires, pourrait laisser croire à une hausse temporaire de l'inflation. Mais la hausse des coûts salariaux en 2000 semble se prolonger en 2001. D'ailleurs, les premiers accords salariaux signés témoignent d'un début d'accélération

des salaires. Avec un taux de chômage continuant à décroître au premier semestre 2001, l'économie tourne au plein emploi. Il est à noter cependant qu'à l'avenir, le chômage devrait augmenter de manière mécanique, en raison des mesures gouvernementales pour purger le régime de l'invalidité du travail.

Les décisions monétaires de la BCE étant basées sur la situation de la zone euro, le royaume batave bénéficie d'une politique monétaire plus accommodante que la moyenne. De plus, la coalition gouvernementale, à l'approche des échéances électorales, a débloqué 3,8 milliards d'euros pour des investissements supplémentaires, en priorité pour la santé et l'éducation. En tenant également compte des baisses d'impôts sur le revenu, la politique budgétaire est devenue expansive en 2001. Toutefois, la dette publique devrait continuer de baisser pour atteindre 43,6 % du PIB en 2002.

Belgique

Après avoir progressé de 4 % en 2000, le PIB en volume devrait nettement ralentir en 2001 pour ressortir en hausse de 1,9 % seulement en raison de la conjoncture mondiale défavorable. Le ralentissement de l'économie belge a également des causes internes via un tassement de la consommation privée et, dans une moindre mesure, de l'investissement total. En 2002, la croissance serait un peu plus faible de l'ordre de 1,7 %.

Compte tenu de son fort degré d'ouverture et de sa spécialisa-

tion en biens intermédiaires, la Belgique subit de plein fouet le ralentissement américain ainsi que le retournement conjoncturel de la production industrielle de l'Allemagne, de la France et des Pays-Bas, ses principaux partenaires commerciaux. Après avoir culminé à 11,8 % en 2000, l'avance des exportations devrait se replier fortement à 2 % en 2001, l'épidémie de fièvre aphteuse ayant également pesé sur les exportations de produits alimentaires. Leur rythme de croissance repartirait à 3 % en 2002, en comptant sur une reprise de l'activité économique aux Etats-Unis et sur le continent européen.

mation privé n'augmenterait que de 2,4 % en 2001, contre 3,1 % en 2000. Trois facteurs expliquent la décélération. Le pouvoir d'achat des ménages s'est réduit en raison d'une forte poussée de l'inflation liée aux augmentations des prix des produits énergétiques et alimentaires, malgré les mécanismes automatiques d'indexation soutenant la croissance nominale des salaires. Les créations d'emploi sont par ailleurs en recul par rapport à l'année 2000 : l'emploi augmenterait de 1,4 % en 2001, contre 1,8 % en 2000. Enfin, la mise en place de la réforme de l'impôt sur les personnes physiques a été reportée à 2002.

Un ralentissement marqué par le recul des échanges extérieurs

Malgré une forte progression au premier trimestre, la consom-

En 2000, l'investissement des entreprises a été très soutenu au premier trimestre mais s'est ensuite modéré, cela malgré des tensions sur les capacités de production jusqu'à la fin de l'année. La dégradation des carnets de commandes date de la même période, des entreprises ayant laissé en suspens certains projets d'investissement, en raison des incertitudes sur la demande future. Même si le taux d'utilisation des capacités de production connaît un net repli depuis fin 2000, les entreprises investiraient tout de même en 2001 afin d'adapter leurs processus de production aux nouvelles technologies. Ainsi, l'investissement productif ressortirait en hausse de 5,5 % en 2001 contre 4,6 % en 2000.

Après avoir culminé en septembre 2000 suite à la flambée des prix pétroliers, la hausse des prix à la consommation est retombée à 2,1 % en mars 2001,

Belgique				
	1999	2000	2001	2002
Variations annuelles en %				
<i>NB : les comptes du premier trimestre 2001 ne sont pas connus dans leur intégralité</i>				
PIB	2,7	4,0	1,9	1,7
Demande interne stocks compris	2,1	3,4	2,4	1,8
Demande interne hors stocks	2,9	3,2	2,6	1,9
Consommation privée	1,9	3,1	2,4	2,0
Consommation publique	3,4	2,0	1,5	1,3
FBCF totale	4,8	4,5	4,2	2,2
logement	0,1	2,8	2,1	2,8
productif	4,8	4,6	5,5	2,1
administrations publiques	19,8	7,6	-0,9	0,9
Exportations de biens et services	5,2	11,8	2,0	3,0
Importations de biens et services	4,5	11,4	2,7	3,3
Prix de détail	1,1	2,6	2,9	2,3
Gains horaires (industrie)	2,8	2,3	2,6	2,5
Moyenne sur la période				
Taux de chômage en %	11,7	10,9	10,7	10,7
Balance courante (taux annuel)				
- en mrd \$	11,1	10,6	10,9	13,0
- en % PIB	4,4	4,7	4,7	5,0
Euribor à 3 mois (à partir de 1999)	2,9	4,4	4,3	3,2
Emprunt d'Etat à 10 ans	4,8	5,6	5,1	4,7
1 euro = ... \$	1,07	0,92	0,91	1,00
1 \$ = ... Francs belges*	37,70	43,85	44,33	40,34
*Taux de change implicite				

mais a rebondi par la suite en raison de la hausse des prix alimentaires liée à l'épizootie de fièvre aphteuse et aux intempéries du printemps. Cette inflation ralentirait durant le second semestre 2001. D'une part, le prix du pétrole se stabiliserait. D'autre part, la croissance des coûts salariaux serait contenue, au vu de l'accord professionnel conclu entre les partenaires sociaux limitant les augmentations de salaires à 6,4 % sur la période 2001-2002. De plus, la hausse des coûts salariaux serait atténuée par de nouvelles réductions des cotisations sociales, mises en place en 1995 et renforcées pour 2000 et 2001. Aussi, les prix énergétiques et alimentaires se repliant, le taux d'infla-

tion devrait ralentir sa progression courant 2001 pour ressortir à 2,3 % en 2002.

Le gouvernement s'était fixé un objectif de surplus budgétaire de 0,2 % du PIB en 2001, tablant sur une progression du PIB en volume de 2,5 %. Dans le contexte actuel, cet objectif risque de ne pas être tenu. Toutefois, la Belgique bénéficie aujourd'hui d'un allègement des charges d'intérêt de sa dette publique, fruit d'une politique de désendettement public mise en œuvre au début des années 1990. La dette publique pourrait alors franchir à la baisse le seuil psychologique des 100 % du PIB en 2003, et cela, malgré le ralentissement économique. ■

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
- N°12 (juin 1986) (1) - La dette publique française
- N° Hors Série (oct. 86) (1) - Perspectives pour l'économie française 1986-1987
- N°13 (décembre 1986) - Du bon usage du contre-choc pétrolier
- N°13 (décembre 1986) - L'agriculture française en 1986
- N°13 (décembre 1986) - Prévisions monétaires et financières pour 1976-1987
- N°13 (décembre 1986) - Comportement financier des ménages
- N°13 (décembre 1986) - 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
- N°15 (avril 1987) - La libération des prix des services :
dérapages ou rattrapages ?
- N°16 (juin 1987) - Le rôle des réserves obligatoires dans la politique monétaire
- N°16 (juin 1987) - La collecte des liquidités depuis 1970
- N°16 (juin 1987) - 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
- N°17 (novembre 1987) (1) - Les importations françaises : une analyse statistique
- N° 18 (décembre 1987) - Le cours des actions françaises et américaines
- N° 18 (décembre 1987) - Les conséquences de la crise boursière
sur les comportements de dépense
- N° 18 (décembre 1987) - Le développement récent du crédit à la consommation
- N° 18 (décembre 1987) - Trois scénarios pour l'économie mondiale
- N° 18 (décembre 1987) - L'économie française en 1988
- N° 19 (avril 1988) - Les dépenses des administrations publiques
en France et en Allemagne
- N° 19 (avril 1988) - Déficit public et déficit extérieur ? Y a-t-il un lien ?
- N° 19 (avril 1988) - L'économie française jusqu'en 1992
- N° 20 (juillet 1988) - Le degré de liberté de la politique économique
- N° 20 (juillet 1988) - Perspectives pour l'économie française 1988-1989
- N° 20 (juillet 1988) - Les faillites d'entreprises
- N° 21 (octobre 1988) - Réflexions sur la fonction de demande de monnaie aux Etats-Unis
- N° 21 (octobre 1988) - L'économie française en 1988 et 1989
- N° 22 (décembre 1988) - 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
- N° 22 (décembre 1988) - ICARE 1980, le modèle en nouvelle base de comptabilité nationale
- N°23 (avril 1989) - La situation financière du secteur Textile-Habillement
- N°23 (avril 1989) - 1989-1990, l'inflexion dans la continuité
- N°23 (avril 1989) - Perspectives pour l'économie française 1989-1990
- N°23 (avril 1989) - La rémanence de la TVA en France, les conséquences
de la suppression de la TVA grévant les produits pétroliers blancs
- N°24 (juillet 1989) - 1989-1990, quelle inflexion, quelle continuité ?
- N°24 (juillet 1989) - Les nouvelles prévisions conjoncturelles de l'IPECODE

- N° 25 (octobre 1989)
 - Une augmentation des investissements formation
 - Les statistiques d'investissements formation
 - Perspectives pour l'économie française 1989-1990
- N°26-27 (avril 1990)
 - L'économie mondiale en 1990 et 1991
 - L'économie française en 1990-1991
 - Un modèle conjoncturel international : IMAGE
 - L'investissement dans le modèle ICARE
 - L'agriculture française face aux nouvelles données européennes et mondiales
- N° 28 (juillet 1990)
 - Croissance et répartition : des contraintes inévitables
 - L'économie mondiale à l'horizon 1995 : des raisons d'optimisme
 - Projections de l'économie française jusqu'en 1995
- N° Hors Série (sept. 1990)(1)
 - Les effets des "chocs d'août 1990" sur l'économie française
- N° 29 (décembre 1990)
 - Une projection de l'économie française pour 1991-1992
- N° Hors Série
 - Les marges de la politique économique au printemps 1991
- (n°s 30-31) (avril 91) (1)
 - Perspectives économiques pour 1991-1992
- N° Hors Série (n°32) (juillet 1991) (1)
 - S'il se prolongeait, le recul de l'investissement pèserait sur les perspectives économiques françaises
- N° Hors Série (n°33) (octobre 1991) (1)
 - Politique Economique et Perspectives pour 1992
- N° Hors série (n°34) (janvier 1992) (1)
 - Le « choc » de la crise du Golfe a-t-il durablement modifié le comportement de consommation des ménages ?
- N° 35 (avril 1992)
 - Perspectives Economiques pour 1992 et 1993
- N° 36 (juillet 1992)
 - L'entreprise et la pratique de l'intéressement
- N° 37 (octobre 1992)
 - 1993 : à la recherche d'une stratégie économique
 - Perspectives d'environnement international pour 1992 et 1993
 - Perspectives de l'économie française pour 1992 et 1993
 - Dévaluation et taux d'intérêt
- N° 38 (janvier 1993)
 - Déficit et dettes publiques dans les pays de la CEE : « l'effet boule de neige »
- N° 39 (avril 1993)
 - La situation économique en Russie : faits, analyses et perspectives
 - Perspectives économiques 1993-1994
- N° 40 (juillet 1993)
 - La situation financière des entreprises françaises au début 1993
 - Allemagne : après la réunification, une consolidation laborieuse
 - Agriculture : quelques enjeux macroéconomiques et commerciaux liés à la réforme de la PAC
 - R&D et performances à l'exportation
 - Indicateurs des cycles conjoncturels 1974-1993
 - Perspectives économiques 1993-1994
- N° 41 (octobre 1993)
 - Perspectives économiques 1993-1994
- N° 42 (janvier 1994)
 - Points de vue sur le commerce mondial
- N° 43 (avril 1994)
 - Perspectives économiques 1994-1995
- N° 44 (juillet 1994)
 - Effort pour l'environnement des entreprises françaises
 - Tendances du commerce extérieur et de la compétitivité française
 - Evolution des placements et de l'endettement des ménages en France
- 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
- N° 69 (4ème trim. 2000) - Editorial : faux consensus sur la croissance 2001
- Perspectives économiques 2000-2001 : le ralentissement devrait rester modéré
- Perspectives des principaux pays
- Un modèle d'équilibre dynamique du marché des bureaux
- N° 70 (1er trim. 2001) - Editorial : formation professionnelle et nouvelle donne économique
- Messageries postales et commerce électronique
- La fin d'un cycle exceptionnel pour les secteurs technologiques
- N° 71 (2ème trim. 2001) - Editorial : Rexecode est-il trop optimiste ?
- Perspectives économiques 2001-2002
- La position de la France dans les technologies de l'information
- N° 72 (3ème trim. 2001) - Editorial : quelle est la valeur de l'euro ?
- Perspectives économiques à moyen terme
- Réduction du temps de travail et emploi

revue de Rexecode

n° 73
4eme trimestre 2001

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.



www.rexecode.asso.fr