

LA LETTRE DU CEPII

CENTRE D'ÉTUDES PROSPECTIVES ET D'INFORMATIONS INTERNATIONALES

■ Croissance : le secret perdu ?

Une projection de l'économie mondiale 1993-2000*

Depuis 1990, la croissance des pays industrialisés est redevenue insuffisante pour contenir la montée du chômage. Le taux de chômage dans l'OCDE, passé de 3,3 % en 1973 à 8,5 en 1983, avait diminué jusqu'à 6,1 en 1990 ; il devrait dépasser 8 % en 1993 (graphique 2). La reprise annoncée pour 1992 ne s'est guère produite, sauf aux Etats-Unis. Les grands pays (Etats-Unis, Japon, Allemagne) ne peuvent plus, pour des raisons diverses, jouer le rôle de locomotive pour l'économie mondiale ; la dégradation des finances publiques se généralise ; les taux d'inflation sont bas, mais les taux d'intérêt réels de long terme restent élevés au vu des perspectives de croissance. Peut-on échapper à une situation d'enlèvement où la consommation est limitée par la faible progression des salaires due au chômage, l'investissement contraint par la demande, la politique budgétaire restrictive en raison de la crainte de voir la dette publique faire boule de neige ? Peut-on renouer avec une croissance qui amorce une résorption du chômage sans creuser des déséquilibres (déficit public et extérieur, endettement privé) qui obligent rapidement à faire marche arrière ?

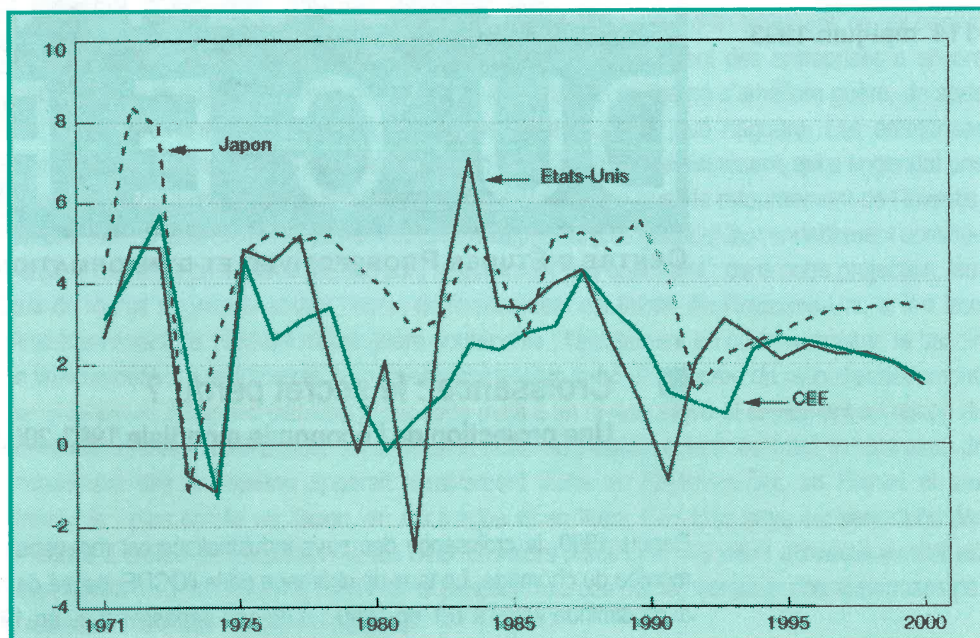
Dans chaque pays, la politique économique hésite entre deux stratégies. La première, celle du retour au keynésianisme, consiste à baisser fortement les taux d'intérêt de court terme ; puis, si cela ne suffit pas, à augmenter le déficit public. Elle est actuellement suivie, selon diverses modalités, par les Etats-Unis, le Royaume-Uni et le Japon. Dépourvue d'ambiguïté, elle comporte toutefois des risques : la dépréciation du taux de change qu'elle peut entraîner pénalise les pays partenaires ; elle accélère l'inflation mais modérément en situation de fort chômage ; la réaction des taux d'intérêt longs est incertaine. Aussi voit-on les gouvernements conjuguer des politiques budgétaires expansionnistes à court terme et l'annonce de programmes de moyen terme de réduction des déficits. La stratégie suivie est encore plus confuse dans la plupart des pays de la CE, qui subissent des taux d'intérêt élevés et de forts déficits publics, cette combinaison paradoxale ne résultant pas d'un subtil choix stratégique, mais de la divergence des politiques monétaire et budgétaire en Allemagne.

La stratégie opposée consisterait à réduire fortement et immédiatement les déficits publics dans l'espoir de faire baisser les taux d'intérêt à long terme et d'impulser une reprise par l'investissement. Mais, pratiquée simultanément par un grand nombre de pays, cette politique accentuerait d'abord la récession ; la baisse des taux d'intérêt ne surviendrait qu'en raison de l'effet récessif, qu'elle ne pourrait que compenser partiellement, sans renverser le mouvement ; elle serait donc coûteuse en chômage pour un gain faible en solde public. Cette politique serait souhaitable en cas de surchauffe inflationniste et d'excès de demande : réduire les déficits publics est alors utile et préférable à une hausse des taux d'intérêt. Ce n'est pas la situation actuelle de l'économie mondiale.

Un autre problème est le choix entre l'autonomie et la coordination des politiques économiques. Certes, la coordination permet, en théorie, d'atteindre une situation meilleure. Mais elle est difficile à organiser, d'autant plus que la situation des pays diffère et que la politique monétaire est souvent

* Cette lettre résume une étude présentée au IXe colloque de réflexion économique organisé sous l'égide de la Délégation pour la Planification du Sénat. Elle a été réalisée par l'équipe MIMOSA, commune au CEPII et à l'OFCE. Cette équipe, dirigée par Henri Delessy et Henri Sterdyniak, comprend John Baudé, Murielle Fiole, Emmanuel Fourmann, Hélène Harasty, Hélène Langin, Frédéric Lerais et Sébastien Paris-Horvitz. L'étude sera publiée dans le numéro de juillet de la revue *Observations et diagnostics économiques*.

GRAPHIQUE 1
Taux de croissance du PIB
(en volume, en %)



Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

autonome. L'attente vaine d'une action coordonnée risque alors de conduire à la passivité. Dans ces conditions, ne vaudrait-il pas mieux que chaque pays se donne les moyens de mener une action autonome ? Tel est le défi lancé aux bâtisseurs de l'Europe. Les opinions publiques se lasseraient vite d'une Europe qui n'apporterait que des contraintes et du chômage. Coordonner la relance est donc un enjeu vital. Les chefs de gouvernements réunis à Edimbourg ont opté pour une Initiative Européenne de Croissance, mais celle-ci est tardive et insuffisante (encadré 1 p.6).

Après la crise du SME, quelles parités en Europe ?

L'année 1992 a été marquée par un éclatement partiel du SME : la participation de la lire et la livre a été suspendue, la livre irlandaise, l'escudo et la peseta ont été dévaluées, le franc français et la couronne danoise n'ont résisté qu'avec l'aide de la Bundesbank. Les monnaies des pays scandinaves se sont fortement dépréciées. La dévaluation de la livre compense à peu près les pertes de compétitivité enregistrées depuis 1987 ; celle de la lire semble être allée au-delà ; celles de la peseta et de l'escudo paraissent en deçà.

Jusqu'à présent, les pays qui ont dévalué ont évité une poussée d'inflation. Ceci vaut pour le Royaume-Uni (le rythme annuel d'inflation est de 0,8% au 1er trimestre 1993), mais aussi pour l'Italie et l'Espagne (où le rythme d'inflation reste de 4%). Il est donc possible que la dévaluation ne porte pas un coup trop important à la convergence des taux d'inflation et que les gains de compétitivité soient relativement durables. Le Royaume-Uni a réussi à inverser l'écart avec l'Allemagne pour le taux d'intérêt à court terme. Par contre, la prime de risque a augmenté pour l'Espagne et l'Italie. Pour les taux longs, ces trois pays ont subi un creusement de l'écart avec l'Allemagne. Leurs dépréciations n'ont donc guère permis une relance par les taux d'intérêt. Par contre, l'effet sur l'activité industrielle semble positif. D'après l'enquête de conjoncture dans l'industrie, les perspectives de production sont plus favorables en février qu'en septembre pour le Royaume-Uni, au même niveau pour l'Italie alors qu'elles se dégradent nettement pour la Belgique, la France et surtout l'Allemagne.

Ayant perdu une part importante des gains de compétitivité apportés par la stratégie de désinflation compétitive, les pays qui n'ont pas dévalué comme la France, le Danemark, la Belgique, et qui subissent une forte hausse du chômage, ne seront-ils pas tentés de suivre l'exemple anglais ? Nous avons écarté cette stratégie car les gouvernements de ces pays estiment que les gains d'une dévaluation n'en valent pas les risques. Mais une baisse trop limitée des taux allemands et une poursuite de la hausse du chômage contrastant avec une amélioration de la situation britannique pourraient les faire changer d'avis. Par ailleurs, nous avons fait l'hypothèse que lorsque les taux

TABEAU 1
Croissance mondiale

	Moyenne 1990/1985	1991	1992	1993	1994	Moyenne 2000/1993
Allemagne de l'Ouest	3,4	3,7	1,5	-0,4	2,2	2,5
Allemagne réunifiée	nd	0,6	1,9	0,1	2,6	3,1
France	3,0	1,0	1,8	0,9	2,5	2,4
Italie	3,1	1,4	0,9	0,8	1,7	1,7
Royaume-Uni	3,1	-2,2	-0,6	1,8	3,2	2,4
Autres CEE	3,4	1,9	1,6	1,3	2,4	2,3
Autres Europe	3,0	-0,6	-0,1	0,3	3,2	2,6
Etats-Unis	3,1	-1,2	2,1	3,1	2,7	2,2
Japon	4,7	4,3	1,3	2,2	2,5	3,1
Autres OCDE	3,0	-2,5	2,2	3,6	3,0	2,1
Amérique latine	1,7	2,8	2,8	2,2	3,0	4,0
Moyen-Orient/Maghreb	2,0	0,4	8,5	7,0	4,0	4,0
Afrique noire	2,4	2,7	1,5	3,2	3,3	3,4
4 NPI d'Asie	9,2	6,5	6,0	6,6	5,8	6,0
Reste de l'Asie	6,9	5,7	6,8	6,8	6,0	6,0
Ex-URSS, Est hors ex-RDA	-0,3*	-13,4	-16,8	-5,6	0,9	4,2
CE (y.c. ex-RDA)	nd	0,7	1,1	0,9	2,5	2,5
CE (hors ex-RDA)	3,2	1,3	1,1	0,8	2,4	2,3
OCDE (y.c. ex-RDA)	3,3**	0,5	1,6	2,0	2,6	2,5
Monde	3,0	-0,5	0,5	2,1	3,0	3,3

* y compris ex-RDA - ** hors ex-RDA.

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

TABEAU 2
**Variables monétaires
et produits de base**

	1980	1985	1990	1992	1993	1994	2000
<i>Taux de change</i>							
Dollar en marks	1,82	2,94	1,62	1,56	1,63	1,75	1,75
Dollar en yens	227	239	145	127	122	120	106
Mark en francs	2,30	3,10	3,36	3,39	3,39	3,39	3,39
Mark en liras	471	658	740	790	950	930	930
Livre en marks	4,21	3,77	2,88	2,74	2,45	2,38	2,31
<i>Taux d'intérêt à court terme :</i>							
Allemagne	9,1	5,2	8,0	9,4	7,5	6,5	5,5
France	11,9	9,9	10,1	10,5	9,3	7,0	5,5
Italie	17,2	15,3	12,4	14,3	11,5	10,0	6,5
Royaume-Uni	15,1	11,6	14,4	9,1	6,0	7,5	6,0
Etats-Unis	13,4	8,1	8,2	3,7	3,4	4,5	5,0
Japon	10,9	6,5	7,3	4,6	3,5	4,5	4,5
<i>Pétrole (brent) \$/baril</i>	32,3*	27,6	23,7	19,3	19,3	19,9	29,0
<i>Taux de croissance annuel**</i>	<i>Moyenne 1985/1980</i>	<i>Moyenne 1990/1985</i>	1990	1992	1993	1994	<i>Moyenne 2000/1993</i>
Prix réel du pétrole	2,3	-10,7	21,7	-7,4	3,5	4,6	3,9
Prix réel des matières premières industrielles	-2,9	-0,6	-14,0	-8,0	-1,2	3,6	0

* 1982 - ** Prix en dollars 1989 déflatés par le prix des produits manufacturés exportés par l'OCDE.

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

TABEAU 3
**Les grands pays industriels :
quelques résultats significatifs**

	1980	1985	1990	1992	1993	1994	1997	2000
<i>Taux d'inflation annuel</i>								
Allemagne de l'Ouest	5,6	2,1	2,7	4,1	3,4	2,9	2,2	2,3
France	13,3	5,8	3,0	2,7	2,6	2,6	2,5	3,1
Italie	20,3	9,5	6,2	5,3	6,4	4,9	3,8	4,0
Royaume-Uni	16,4	5,3	5,3	5,1	4,2	4,0	3,5	4,4
Etats-Unis	10,9	3,2	5,2	3,2	2,8	2,6	3,1	2,5
Japon	7,0	2,3	2,6	2,3	1,9	2,1	2,1	2,3
<i>Taux de chômage</i>								
Allemagne de l'Ouest	3,3	8,3	5,9	5,8	6,9	7,1	6,4	5,5
Allemagne réunifiée	nd	nd	6,1	7,7	9,4	11,2	10,5	8,9
France	6,3	10,2	9,1	10,7	11,5	12,1	12,7	12,6
Italie	7,7	10,4	11,1	11,1	11,7	12,1	13,2	13,6
Royaume-Uni	5,6	11,5	6,9	10,4	11,0	11,2	10,6	11,0
Etats-Unis	7,0	7,1	5,9	7,4	7,2	7,0	6,7	7,3
Japon	2,0	2,6	2,1	2,2	2,3	2,4	2,4	2,3
<i>Solde des administrations publiques (en % du PIB)</i>								
Allemagne*	-2,9	-1,2	-2,0	-3,1	-3,7	-3,8	-3,0	-2,9
France	0	-2,7	-1,4	-3,5	-3,9	-3,7	-3,1	-2,5
Italie	-8,0	-14,1	-10,9	-10,4	-10,0	-9,8	-7,9	-5,7
Royaume-Uni	-3,4	-2,9	-1,3	-5,8	-7,8	-7,2	-5,0	-3,4
Etats-Unis	-1,3	-3,4	-2,5	-4,7	-4,5	-4,4	-3,7	-4,7
Japon	-4,4	-0,9	3,0	1,8	0,6	0,3	0,2	0,4
<i>Solde courant (en % du PIB)</i>								
Allemagne*	-1,7	2,7	3,0	-1,2	-0,7	-0,1	0	0,9
France	-0,6	0	-1,3	0,1	0,2	-0,1	0,1	0,2
Italie	-2,5	-1,1	-1,3	-1,9	-2,4	-2,4	-2,0	-1,1
Royaume-Uni	1,4	1,0	-3,1	-1,6	-1,6	-0,9	-1,3	-1,6
Etats-Unis	0,1	-2,9	-1,6	-1,0	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8
Japon	-1,0	3,6	1,2	3,0	3,0	2,7	2,3	2,2

* Allemagne de l'Ouest avant 1989, Allemagne réunifiée depuis mi-1990.

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

allemands auront suffisamment baissé, l'Italie et le Royaume-Uni réintégreront le SME au début de 1994, à des taux proches des parités actuelles, ce qui leur laisserait une certaine marge de compétitivité. Mais, de 1993 à 2000, le Royaume-Uni et l'Italie perdraient 12 points de compétitivité par rapport à l'Allemagne de sorte que le problème des taux de change intra-européens pourrait de nouveau se poser. Nous n'avons pas retenu l'hypothèse d'un fonctionnement plus souple du SME, où les pays à inflation plus élevée que la moyenne (Espagne, Portugal, Italie, Royaume-Uni) procéderaient périodiquement à de faibles modifications de leur taux-pivot à l'intérieur de la bande de fluctuations. Cette option est envisageable, mais elle impliquerait un recul de l'objectif de convergence nominale. D'ici l'avènement de la monnaie unique (ou son abandon), les pays européens sont condamnés à vivre dans un régime de changes bâtarde, les pays les plus inflationnistes perdant progressivement de la compétitivité et devant maintenir une prime de risque sur leur taux d'intérêt.

Nous avons retenu une appréciation du yen de 2% par an qui reflète la moindre inflation japonaise et l'importance de son excédent extérieur. Le yen atteint ainsi une parité de 106 pour un dollar en 2000. Toutefois, l'appréciation du yen pourrait être beaucoup plus rapide. Le mouvement de ciseaux entre les taux d'intérêt allemands et américains devrait provoquer une hausse du dollar qui atteindrait 1,75 mark en 1994. La parité mark-dollar resterait ensuite fixe car les performances des économies américaine et allemande seraient comparables.

Enfin une baisse des taux d'intérêt en Europe...

Alors que du premier choc pétrolier à 1980, la plupart des pays profitent de taux d'intérêt égaux ou inférieurs au taux d'inflation, entre 1981 et 1985, les taux d'intérêt réels à court terme des pays de l'OCDE dépassent 3%, et même 5% aux Etats-Unis ; ils atteignent 5% entre 1986 et 1988 en Europe, tandis qu'une décade s'amorce aux Etats-Unis. Entre 1989 et 1991, ils restent de l'ordre de 6% en Europe. Cette hausse ne s'explique pas par la persistance d'un déséquilibre généralisé entre l'investissement et l'épargne, puisque celui-ci signifierait un excès de la demande sur l'offre, donc de fortes tensions sur le marché des biens ou du travail. Or, l'OCDE (et la CE en particulier) est une zone de fort chômage ; les tensions sur les capacités de production n'ont été importantes que transitoirement, en 1988 et 1989. Ces taux d'intérêt réels élevés s'expliquent d'une part par la désinflation et par la déréglementation des marchés monétaires et financiers, qui empêchent désormais la spoliation des déposants par l'inflation et la rigidité des taux d'intérêt nominaux ; d'autre part, par l'utilisation intensive de la politique monétaire contre l'inflation, initiée par les expériences anglaise et américaine et poursuivie actuellement par la Bundesbank.

La Bundesbank a commencé à baisser les taux à mesure que l'inflation a ralenti et que les perspectives de croissance en Allemagne se sont assombries : le taux du marché monétaire allemand est passé de 9,9% en août 1992 à 7,8% en avril 1993. Toutefois, les taux d'intérêt réels en Europe restent bien au-dessus de ceux du Japon et des Etats-Unis alors que les perspectives de croissance y sont moins bonnes. Paradoxalement, dans plusieurs pays européens, les taux d'intérêt réels de court terme ont augmenté depuis janvier 1992, soit que les taux d'inflation aient fortement diminué, soit que la prime de risque par rapport à l'Allemagne ait augmenté.

Les taux à long terme, largement déterminés par les anticipations sur les taux courts futurs, échappent en grande partie à l'action immédiate des autorités. Ainsi, les marchés financiers ont un droit de veto sur les politiques économiques : une politique, budgétaire ou monétaire, jugée trop expansionniste se voit sanctionnée par une hausse des taux longs, donc entravée. Inversement, une politique bien accueillie de hausse des taux courts ou de réduction du déficit public peut être récompensée par une baisse des taux longs. La conduite de la politique économique est donc difficile, particulièrement en période de basse conjoncture. La sanction des marchés financiers est souhaitable si la politique économique se trompe. Elle ne l'est pas quand la politique est adaptée.

Notre projection retient une nette réduction des taux d'intérêt en Europe (tableau 2). La Bundesbank baisse les taux courts à 6,5% au début 1994, puis en raison de la diminution des tensions inflationnistes en Allemagne, maintient des taux relativement bas (5,5% en l'an 2000). La prime de

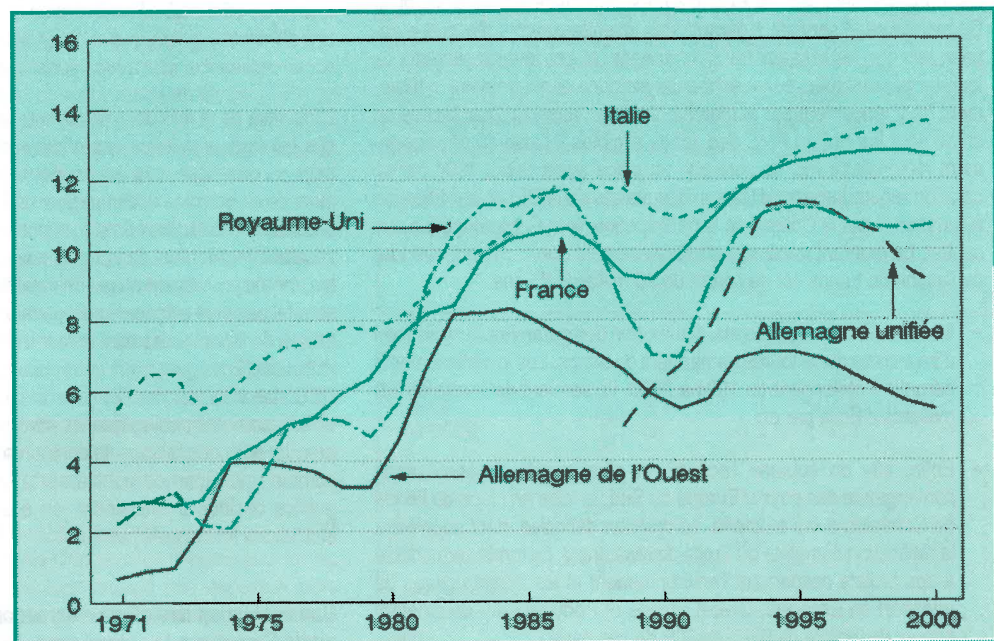
risque France/Allemagne disparaît en 1993 ; elle subsiste pour l'Italie et le Royaume-Uni, en raison d'une inflation plus forte, mais elle est réduite par la volonté de ces pays de participer à la marche vers l'UEM. Auparavant, le Royaume-Uni devrait relever ses taux d'intérêt pour réintégrer le SME en 1994. Par contre, la sortie de la récession provoque une hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis et au Japon, mais celle-ci est modeste comme la reprise, qui n'induit guère de tensions inflationnistes.

En 1992, les taux d'intérêt réels à long terme sont supérieurs d'environ 4 points au taux de croissance en Europe ; de 2,7 points aux Etats-Unis, de 1,4 point au Japon. En 1997, le taux d'intérêt est au-dessus du taux de croissance d'environ 1 point en Europe. Ce gain résulte de la baisse des taux en Allemagne et de la réduction des primes de risques pour ses partenaires. Il détend les contraintes pesant sur les entreprises et l'Etat mais renforce celles pesant sur les ménages.

Politique budgétaire : le chemin de crête

Dans la plupart des pays de l'OCDE, le déficit budgétaire, qui s'était fortement creusé à la suite du premier puis du deuxième choc pétrolier, s'est nettement redressé par la suite, sous l'effet du retour de la croissance, des réductions de dépenses publiques, ou des hausses de recettes : de 1983 à 1989, le déficit public de l'ensemble de l'OCDE est passé de 4,4 à 1 point du PIB, la part des emplois des administrations dans le PIB diminuant de 1,5 point et la part des recettes augmentant de 1,4 point. La CE est restée, pour sa part, une zone de déficit public plus élevé (2,8 points en 1989).

GRAPHIQUE 2
Taux de chômage européens
(en pourcentage de la population active)



Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

Le ralentissement de l'activité a gonflé de nouveau les déficits publics : pour l'ensemble de l'OCDE, le déficit public est passé à 3,8 points de PIB en 1992. La situation des finances publiques apparaît particulièrement dégradée dans de nombreux pays européens. Les déficits publics au sein de la CE atteignent 5,8% du PIB en 1993, soit un creusement de 3 points depuis 1989 pour un ralentissement de l'activité cumulé d'environ 6%. A l'effet automatique de la récession sur les recettes fiscales, s'ajoute l'impact des taux d'intérêt élevés qui augmentent le poids de la dette publique et contraignent la politique budgétaire à assumer en totalité la tâche de soutien de la conjoncture. Les gouvernements se tiennent sur une crête étroite : maintenir le cap de la rigueur budgétaire à moyen terme pour rassurer les marchés financiers, faire baisser les taux d'intérêt de long terme et éviter une hausse tendancielle de la dette publique, tout en laissant se creuser les déficits publics à court terme, pour soutenir l'activité. L'engagement de rétablir à terme les finances publiques doit être crédible, mais ne pas être précisément daté, afin de ne pas imposer une politique pro-cyclique dans le futur.

Encadré 1 - L'initiative européenne de croissance

Jusqu'en décembre 1992, la concertation des politiques économiques en Europe ne s'était pas traduite par des décisions concrètes. Face au ralentissement de l'activité à l'oeuvre depuis 1990, l'Europe semblait condamnée à attendre la baisse des taux d'intérêt allemands ou une reprise venue des Etats-Unis. L'Initiative Européenne de Croissance (IEC) représente donc une innovation notable. Réunis à Edimbourg les 11 et 12 décembre 1992, les gouvernements des Douze ont décidé de mettre en oeuvre une relance de la croissance par une stimulation de l'investissement. Mais cette initiative est d'une ampleur très modeste, et elle répond autant, sinon plus, à des préoccupations structurelles qu'au souci de soutenir une conjoncture déprimée.

Le contenu de l'Initiative

Trois mécanismes de soutien financier à l'investissement ont été décidés :

- Des prêts supplémentaires de la Banque Européenne d'Investissement s'élèveraient à 5 milliards d'Écus (0,1% du PIB de la Communauté). Répartis entre 1993 et 1994, ils constituent le volet proprement conjoncturel de l'Initiative. Assortis de conditions plus favorables que les prêts ordinaires de la BEI, ils ne s'accompagnent d'aucune bonification d'intérêt. Les projets financés pourraient atteindre un montant de l'ordre de 6,7 milliards d'Écus.

Des garanties d'emprunts seraient apportés par un Fonds Européen d'Investissement qui disposerait d'un capital de 2 milliards d'Écus apportés conjointement par la BEI, d'autres organismes financiers et la Communauté. Il servirait à garantir des investissements d'intérêt européen tels que les réseaux trans-européens, et des investissements de long terme, rentables à une échéance éloignée et qui trouvent difficilement un financement par le marché. Il devrait aussi faciliter l'accès au crédit pour les PMI et PME des zones éligibles à l'aide au développement régional. Le FEI ne sera pas en place avant début 1994 car sa création requiert une modification des statuts de la BEI et la ratification à l'unanimité par le Conseil de la participation de la Communauté à son capital. Le montant maximum d'investissement que l'on peut attendre de l'action du Fonds est de l'ordre de 20 milliards d'Écus.

- Mais la sélection des projets, l'attribution des garanties, la réalisation d'investissements lourds demandent du temps. Les investissements garantis s'étaleraient de 1994 à 2000. Ils seraient de l'ordre de 2,9 milliards d'Écus par an.
- Enfin, afin de soutenir l'activité, et plus encore de favoriser la convergence des pays d'Europe du Sud, la mise en place du Fonds de Cohésion a été avancée, sa création définitive étant soumise à la ratification complète du Traité de Maastricht. Le fonds sera affecté à des projets concernant l'environnement et les infrastructures de transport en Espagne, Grèce, Irlande et Portugal pour un montant annuel de l'ordre de 0,4% du PIB de ces pays.

Au total, les investissements supplémentaires suscités par les prêts de la BEI, les garanties du FEI et les apports du Fonds de cohésion pourraient atteindre 4,5 milliards en 1993, 7 milliards d'Écus en 1994, (soit 0,15% du PIB de la Communauté) et de l'ordre de 5 milliards les années suivantes.

Quels impacts macroéconomiques ?

Les effets macroéconomiques de l'IEC ont été évalués à l'aide d'une simulation du modèle MIMOSA, qui consiste en une augmentation exogène de l'investissement d'un montant et d'une répartition correspondant aux hypothèses que nous venons de développer. Dans cette simulation, les taux de change et d'intérêt restent fixés à leur niveau du compte central. On fait en outre l'hypothèse favorable que le Fonds est lui-même financé *ex ante* par un accroissement du déficit public des pays contributeurs (et non par un accroissement des impôts).

A court terme, la hausse de l'investissement se traduit par un surcroît de demande intérieure, donc de production et d'emploi. Les effets multiplicateurs sont renforcés par le fait que les pays européens relancent simultanément, ce qui limite la dégradation des soldes courants. L'effet sur le PIB communautaire atteint 0,2% au maximum de 1994 à 1998. Le solde courant de la CE ne se dégrade guère, de 4,5 milliards d'Écus en 1994, de 8 milliards en 1998 (soit 0,08% du PIB). La hausse de l'activité engendre de très légères tensions inflationnistes, particulièrement en Allemagne de l'Ouest, proche du plein-emploi en fin de période. Cependant, l'impact sur le taux d'inflation n'excède pas 0,1% par an dans chacun des pays. L'emploi s'ajuste lentement à la hausse de l'activité. Il en résulte une infime contraction du taux de chômage, inférieure à 0,1 point. Les soldes publics s'améliorent légèrement : la hausse des rentrées fiscales due à la relance est supérieure au coût budgétaire du programme de cohésion.

Quelques doutes...

Nous avons supposé que les projets financés ou garantis par l'IEC seraient des investissements supplémentaires qui n'auraient pas été réalisés sans cette initiative. Or ces projets d'infrastructures existaient préalablement (le TGV-Est est à l'étude en France depuis plusieurs années). L'IEC facilite le financement de projets, plutôt qu'elle ne les suscite *ex nihilo*. La variante surestime donc probablement l'investissement supplémentaire effectif. Il se peut qu'il soit très faible si les projets retenus sont des investissements peu risqués, effectués par des entreprises quasi-publiques, comme les premiers projets sélectionnés. Au total, d'un effet déjà très faible sous des hypothèses favorables, l'Initiative d'Edimbourg risque d'avoir en réalité un impact quasi-négligeable sur la croissance, et *a fortiori* sur le chômage.

L'Initiative se révèle donc décevante en tant que politique de relance : elle est tardive puisque ses effets surviendront au mieux début 1994 pour un ralentissement économique commencé en 1991 ; elle risque alors de se borner à accompagner une reprise provoquée par la baisse des taux d'intérêt. Ses effets sont incertains puisqu'il n'est pas sûr qu'elle suscite effectivement des projets nouveaux. Son montant est négligeable, même par rapport au jeu des stabilisateurs automatiques. Enfin, ne serait-il pas plus efficace de simplement baisser les taux d'intérêt ? Une baisse de 2 points des taux d'intérêt en Europe rapporterait à terme 24 milliards d'Écus par an aux entreprises européennes, soit 5 fois plus que l'IEC. La création du FEI vise à faire financer par le marché des investissements publics que les administrations ne peuvent plus entreprendre pour des raisons de contrainte budgétaire. L'IEC apparaît ainsi comme une façon de contourner à la marge les critères de déficits publics décidés à Maastricht, en suscitant la création de nouvelles institutions financières publiques.

Une évaluation des effets macroéconomiques de l'IEC sur la Communauté européenne.

Écarts au scénario de référence

Variable	1993	1994	1996	1998
PIB en volume*	0,12	0,20	0,14	0,21
Prix de la consommation*	-0,03	0,10	0,21	0,32
Solde courant**	-0,02	-0,06	-0,05	-0,08
Solde public**	0,04	0,06	0,03	0,04
Investissement productif	0,76	1,27	0,86	0,95
Taux de chômage***	-0,03	-0,06	-0,08	-0,09

* Ecart relatif en pourcentage sur le niveau de la variable.

** Ecart en points de PIB.

*** Ecart en point.

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

Encadré 2 - Le programme Clinton : des effets restrictifs sur l'activité

Le programme économique de l'Administration Clinton poursuit deux objectifs difficiles à concilier, du moins à court-moyen terme : accélérer la croissance et réduire le déficit des finances publiques. Le déficit public est issu pour l'essentiel d'un précédent pari, celui du président Reagan, qui escomptait lui aussi ranimer la croissance et réduire le déficit public, ceci par la baisse des impôts. Il en attendait de la croissance, ce qui s'est vérifié pendant quelques années, mais aussi une réduction *ex post* du déficit budgétaire grâce à des effets micro-économiques qui se sont révélés nettement surestimés. Le double pari de M. Clinton ne semble pas plus facile à réussir. Le premier pari est budgétaire : réduire les dépenses publiques, tout en améliorant les infrastructures, la protection sociale et la formation. Non pas faire plus d'impôts avec moins d'impôts, mais faire moins de dépenses avec plus de dépenses. Le deuxième pari est économique : ranimer la croissance avec moins de déficit. Cette fois, c'est de la réallocation des dépenses et des recettes publiques que l'on attend une efficacité et une accumulation accrues du capital physique et humain. Or ce pari ne peut être gagné qu'à long terme.

Les effets d'un tel programme sont difficiles à évaluer. Certes le courant théorique de la « croissance endogène », apparu aux Etats-Unis dans les années quatre-vingt, redécouvre le capital public, la recherche-développement et l'éducation comme facteurs de la croissance. Mais cette approche, aux fondements empiriques encore très limités, ne permet pas actuellement d'évaluer un programme concret de politique économique. Force est donc de revenir, avec circonspection, aux évaluations que fournit un modèle macro-économique traditionnel tel que MIMOSA.

Le contenu du programme Clinton

Le programme est simulé dans sa version publiée en février 1993, en excluant le plan de relance envisagé pour 1993, rejeté fin avril par le Congrès. Ce programme, comporte un objectif ambitieux de réduction du déficit : 2 points de PIB en 1997-1998.

Un plan d'investissement à long terme vise à accroître la croissance potentielle par des gains de productivité. L'Etat fédéral augmente les investissements publics et les subventions en faveur des transports, de l'environnement, de la recherche-développement, de la formation, de la reconversion de l'industrie militaire. Des incitations fiscales à l'investissement et à la formation sont prévues. Certains programmes sociaux sont augmentés : aide alimentaire et santé pour les plus pauvres, crédits d'impôts aux familles modestes. Enfin des allègements fiscaux et subventions sont consacrés au secteur du logement. Cela coûte au total 221 milliards sur cinq ans, soit en moyenne 0,6% du PIB par an.

Un plan de réduction du déficit budgétaire atteint un montant de 674 mrd\$ de 1994 à 1998 (dont 46 mrd\$ d'économies escomptées sur les intérêts de la dette publique). La compression des dépenses hors intérêts, estimée à 300 mrd\$, affecte la défense, le budget de fonctionnement de l'Etat et certains programmes sociaux. Le relèvement de la fiscalité, en grande partie sur les ménages, procure 328 mrd\$, obtenus pour les trois-quarts par des hausses d'impôts directs. Il comporte une majoration du taux d'imposition sur le revenu des contribuables les plus aisés, une hausse du prélèvement qui finance les dépenses de santé des personnes âgées, une hausse des taxes sur l'immobilier et la suppression de diverses déductions fiscales. Les bénéfices des entreprises sont légèrement plus imposés. Enfin un quart des recettes attendues résulte d'une majoration progressive de la taxe sur l'énergie.

Son impact macroéconomique

Le programme est simulé en incorporant les mouvements de taux d'intérêt et de taux de change qui devraient résulter de sa mise en oeuvre. Son impact restrictif et désinflationniste à moyen terme entraîne une baisse des taux d'intérêt courts aux Etats-Unis. Celle-ci, que l'on suppose anticipée par les marchés, provoque une baisse immédiate de 1,7 point des taux à long terme. La baisse des taux d'intérêt américains entraîne une dépréciation immédiate du dollar, de 6% contre l'Ecu et de 4% contre le yen. Cette dépréciation est cependant modérée par les

anticipations favorables sur le dollar à long terme : les marchés attendent de la réduction du déficit une inflation américaine plus faible et une amélioration du solde courant.

A court terme, la baisse des taux d'intérêt et la dépréciation du dollar stimulent l'activité américaine de 0,8% en 1993. A moyen terme, le plan de réduction du déficit confère au programme un caractère restrictif. Aux Etats-Unis, la croissance du PIB est réduite de 0,8 point en moyenne de 1994 à 1998. Le taux de chômage est augmenté de 2 points en 1998. L'inflation est réduite de 0,5 point en moyenne sur la période en dépit de l'augmentation de la taxe sur l'énergie. La réduction du déficit public est décevante à cause du ralentissement de la croissance : 0,8% du PIB *ex post* en 1998. Le solde courant est nettement amélioré, du fait de la dépression de l'activité et de la compétitivité gagnée grâce à une inflation plus faible et à la dépréciation du dollar.

Les partenaires des Etats-Unis sont affectés par la réduction des importations américaines et par la dépréciation du dollar. Il en résulte pour eux un niveau de PIB plus bas à moyen terme, des soldes courants et publics dégradés, et une inflation plus faible, donc des taux d'intérêt plus bas. Ceci limite la dépréciation du dollar. Les PIB japonais et européen sont réduits substantiellement en 1998 : de 2,2% au Japon, particulièrement touché par l'appréciation du change et l'affaiblissement de la demande américaine, et de 1% en Europe.

Selon le modèle MIMOSA, ce programme économique provoque des effets nettement restrictifs sur l'économie américaine et l'activité mondiale. Ces effets sont peut-être surévalués : la baisse des taux d'intérêt a une faible influence sur l'activité selon le modèle. Les effets d'offre passant par une augmentation de l'investissement y sont faibles. Enfin, les effets liés à l'accroissement du capital public et à l'amélioration du capital humain ne sont pas pris en compte par le modèle. L'incertitude est grande néanmoins quant à l'ampleur effective de tels effets qui sont probablement surestimés par l'Administration Clinton.

Impacts du programme de l'Administration Clinton

Ecart au scénario de référence

	1993	1994	1995	1998
PIB en volume (1)				
Etats-Unis	0,8	0,8	-0,1	-2,2
Japon	0,5	0	-0,6	-2,2
Total CE	0,1	0	-0,6	-1,0
Total OCDE	0,5	0,3	-0,4	-1,7
Prix de consommation (1)				
Etats-Unis	0	-0,2	-0,4	-3,2
Japon	-0,4	-0,6	-0,8	-1,4
Total CE	-0,3	-0,7	-1,1	-2,3
Solde public (2)				
Etats-Unis	0,3	0,6	0,6	0,8
Japon	0,1	0	-0,2	-0,9
Total CE	0,1	0,1	-0,1	-0,4
Solde courant (2)				
Etats-Unis	-0,3	-0,2	0,2	1,1
Japon	0	0,1	0	-0,3
Total CE	0	-0,2	-0,3	-0,7
Taux d'intérêt long (3)				
Etats-Unis	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0
Japon	-1,2	-1,2	-1,3	-1,4
Total CE	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2
Taux de change (1) (4)				
Yen/dollar	+3,8	+4,5	+5,0	+4,0
Ecu/dollar	+6,0	+6,7	+7,1	+7,6

(1) Ecart relatif en pourcentage sur le niveau de la variable.

(2) Ecart en points de PIB.

(3) Ecart en points.

(4) Un signe "+" signifie une appréciation de la devise vis-à-vis du dollar.

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

Aux Etats-Unis, le programme Clinton prévoit des réductions de dépenses et des hausses d'impôts à partir de 1994. Une telle politique pèserait fortement sur la croissance à partir de 1995 (encadré 2 p.7). Aussi, avons-nous retenu dans notre projection des mesures moins rigoureuses que celles annoncées (environ de moitié). Au total, le déficit budgétaire passe de 4,7% en 1992 à 3,7 en 1997, puis augmente en raison de la faible croissance. Les Etats-Unis ne bénéficient pas d'une croissance spontanée suffisamment vigoureuse pour permettre une réduction plus nette du déficit public.

Le Japon a annoncé successivement deux vastes plans de relance de 2,3 puis de 2,6% du PIB. Cependant, l'ampleur de ces plans est surévaluée : ils répondent en partie à l'objectif de rassurer ses partenaires quant à l'évolution de son excédent commercial. L'excédent des administrations publiques se réduit cependant de 3% en 1990 à 0,5 en 1993. Par la suite, une croissance modérée ne permet pas le retour à de forts excédents.

Pour financer la réunification, les administrations allemandes sont passées d'un excédent de 0,2% du PIB (ouest-allemand) en 1989 à un déficit de 3,1% du PIB (pan-allemand) en 1992. Si l'on tient compte des emprunts des établissements financiers publics tels que la Treuhandanstalt, le déficit public peut être estimé à 6% du PIB environ en 1992. Ce n'est qu'en 1995 qu'interviennent les hausses d'impôts prévues dans le «pacte de solidarité» de mars 1993. Le déficit public «officiel» passe alors de 3,8 points de PIB en 1993-94 à 3,1 points en 1995 puis 2,9 en 2000. Ceci est compatible avec la poursuite d'une croissance assez soutenue de l'Allemagne réunifiée, mais le taux de prélèvement obligatoire en Allemagne passe de 38,5% en 1991 à 41,2 en l'an 2000.

La France ne pâtit pas de problèmes importants de dette publique ; le creusement de son déficit est conjoncturel. Toutefois, le gouvernement augmente de 1,3 point la CSG en 1993, accroît certains impôts indirects (TIPP, taxes sur alcool et tabac) et cherche à réduire la croissance des prestations sociales. Ceci pèse fortement sur la consommation en 1993. Par la suite, le déficit diminue sous l'effet de la reprise de l'activité. Il reste d'environ 2,5 points de PIB en 2000.

La dégradation des finances publiques a été particulièrement nette au Royaume-Uni dont le solde public est passé d'un excédent de 1 point en 1988-89 à un déficit de 7,8 points en 1993 : après plusieurs années de récession, le gouvernement n'a pas voulu courir le risque d'étouffer la reprise. Le gouvernement Major a annoncé de fortes hausses de l'impôt direct sur les ménages en 1994 et 1995. Le taux de prélèvement obligatoire, passé de 35,8% en 1989 à 32,5 en 1993, remonte à 37,7% en 2000, ce qui pèse sur la croissance, mais permet de réduire le déficit public à 3,4% du PIB en 2000.

L'Italie connaît en 1992 un déficit public d'environ 10,5 points de PIB. La mise en oeuvre du plan Amato réduit ce déficit à 5,7% en 2000, permettant une stabilisation de la dette publique nette à 120% du PIB en 2000. Le taux de prélèvement obligatoire atteint 40% au lieu de 38 en 1992 et les dépenses publiques sont fortement freinées. Cette politique restrictive pèse fortement sur la croissance tout au long de la période.

La plupart des autres pays européens (Belgique, Pays-Bas, Grèce, Portugal, Espagne) ont adopté des programmes de réduction du déficit public soit pour corriger une situation alarmante, soit pour respecter à terme les critères de Maastricht. Par contre, les pays européens ont adopté à Edimbourg l'Initiative Européenne de Croissance, qui accorde des financements supplémentaires d'environ 0,15% du PIB communautaire à des projets d'investissements en infrastructures. L'impact macro-économique de ce projet devrait être une impulsion très modeste de 0,2% du PIB communautaire en 1993-1994 (encadré 1).

Les années récentes sont donc marquées à la fois par le retour au keynésianisme budgétaire et par le souci d'équilibrer à moyen terme les finances publiques. Comme, dans notre projection, la croissance spontanée est relativement faible, les politiques budgétaires sont moins restrictives que celles annoncées. Elles pèsent cependant sur la croissance dès que celle-ci a tendance à repartir ; nous avons écarté un scénario plus défavorable où les pays chercheraient à retrouver plus vite l'équilibre budgétaire.

Croissance : une performance plutôt médiocre pour l'OCDE

L'année 1992 a été une année de très faible croissance pour les pays de l'OCDE (1,6% en moyenne) ; la reprise unanimement attendue n'est guère survenue. Faut-il la prévoir pour 1993 et 1994 ? Et avec quelle vigueur ? La reprise est déjà amorcée aux Etats-Unis ; la remontée du dollar, induite par la diminution du différentiel des taux d'intérêt américain et allemand, freinerait l'activité américaine, mais favoriserait la croissance en Europe ; le Japon mène une politique budgétaire et monétaire stimulante. Enfin, les taux d'intérêt diminuent progressivement en Allemagne, permettant une baisse importante en France, où la prime de risque disparaîtrait, tandis que le Royaume-Uni et l'Italie bénéficient du coup de fouet que leur forte dépréciation donnerait à leur commerce extérieur. L'inflation reste contenue et la progression des salaires modérée tandis que les prix du pétrole et des matières premières sont stables ou diminuent. En sens inverse, une forte reprise de l'investissement semble difficile à envisager du fait d'importantes marges de capacités disponibles. La consommation des ménages est peu vigoureuse en raison des hausses de salaires et de revenus modérées. La baisse des taux d'intérêt nominaux laisse les taux réels bien au dessus des taux de croissance. Des politiques budgétaires restrictives sont mises en oeuvre ou annoncées.

Notre projection écarte deux scénarios ; un scénario de « sortie » par le haut, où un fort essor de la demande privée, en particulier de l'investissement, permettrait des politiques budgétaires moins restrictives, car on voit mal d'où proviendrait cet essor, surtout en Europe où prévalent l'inquiétude et l'attentisme des entreprises et des ménages ; un scénario de stagnation où l'investissement, découragé par la faiblesse de la demande, continuerait à chuter, entraînant l'activité et renforçant les contraintes budgétaires, tandis que les taux d'intérêt resteraient élevés pour le long terme en raison de l'inquiétude suscitée par des déficits publics persistants.

Notre projection retient une croissance de 2% pour l'OCDE en 1993 (tableau 1), cette croissance étant impulsée par les Etats-Unis (3,1%) tandis que la croissance japonaise atteint 2,2%. La CE connaît une croissance de 0,9%, le Royaume-Uni se redresse à 1,8% tandis que l'Allemagne de l'Ouest subit une récession limitée (-0,4%). En 1994, les pays convergent vers un taux de croissance d'environ 2,5%, les Etats-Unis souffrent de l'appréciation du dollar et de la mise en oeuvre d'une politique budgétaire plus restrictive, le Japon bénéficie de son plan de relance et l'activité repart en Europe sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt. A moyen terme (1994-2000), la croissance des pays de l'OCDE est de 2,5% ; les Etats-Unis, entravés par leurs problèmes budgétaires et une faible productivité, connaissent une croissance de 2,2% ; le Japon ne sort que lentement de ses difficultés actuelles (3,1% de croissance en moyenne). En Europe, l'Allemagne de l'Ouest retrouve une croissance proche de sa croissance potentielle (2,5%) ; la croissance de l'Allemagne réunifiée est alors de 3,1% ; le Royaume-Uni bénéficie d'une vive reprise après une récession profonde (2,4% de croissance) ; la croissance est de 2,4% en France et de 1,7 en Italie, freinée par une politique budgétaire rigoureuse ; la croissance du reste de la CE atteint 2,3%.

Avec 19,3 dollars en 1992, le prix du baril de pétrole brent est en léger repli (-3,4%) par rapport à 1991. Il serait stable en 1993. A moyen terme, les capacités pétrolières hors OPEP déclinent ; une croissance mondiale légèrement plus soutenue et les médiocres perspectives de production de la CEI conduisent à un recours accru aux livraisons de l'OPEP et surtout des pays du Golfe, qui retrouvent, en 2000, la situation de marché qui prévalait entre les deux chocs pétroliers. En conséquence, le prix réel du pétrole augmente de 4% par an sur les années 1993/2000 pour s'établir en 2000 à 26 dollars de 1992.

La Communauté européenne voit son solde courant passer d'un déficit de 1,2 point de PIB en 1992 à un excédent de 0,4 point en 2000. L'Allemagne, qui a connu un déficit de 1,2 point de PIB en 1992 dû à la réunification, corrige progressivement ce déséquilibre jusqu'à dégager un excédent de 0,9 point de PIB en 2000. La dévaluation de la lire stimule le commerce extérieur italien. Le solde commercial s'améliore de 1,3 point de PIB entre 1992 et 2000. Mais, du fait de l'endettement extérieur et donc des intérêts versés, le solde courant ne s'améliore que de 0,8 point de PIB et reste déficitaire de plus d'un point de PIB en 2000. De même, le Royaume-Uni réussit à améliorer son solde commercial mais garde en 2000 un déficit courant de 1,6 point de PIB. Enfin, la France, malgré

la dévaluation des monnaies de certains de ses partenaires, conserve une situation proche de l'équilibre, ceci notamment grâce à une inflation faible. Les Etats-Unis conservent une bonne performance à l'exportation de produits manufacturés. Toutefois, le déficit courant américain, de 1,5 point de PIB en 1993, se dégrade faiblement au cours de la période. Devant la menace de conflits commerciaux, et le risque d'une forte appréciation du yen, le Japon pratique une politique volontariste d'ouverture de son marché aux produits étrangers. Ceci, associé à l'appréciation modérée de la monnaie japonaise, conduit à une réduction de l'excédent courant de près de 1 point de PIB entre 1992 et 2000.

Dans les pays de l'Est, la production a reculé de 17% en 1992, soit de 40% en trois ans. Elle pourrait cesser de baisser en 1993 et reprendre ensuite dans les pays les plus avancés (Pologne, Hongrie, République tchèque), suivis avec un décalage de 1 à 2 ans par les autres pays de la région. La production de la zone diminue de 5% en 1993 et est tout juste stabilisée en 1994. A moyen terme les exportations sont freinées par l'insuffisante ouverture commerciale des pays de l'Ouest soucieux de protéger des secteurs sensibles. L'apport de capitaux extérieurs est modéré (en 2000, 56 mrd de dollars, soit 1% du PIB de la région). Les importations augmentent de 8% par an, autorisant une croissance de 5% par an dans la deuxième partie de la décennie, ne permettant d'atteindre en 2000 qu'un niveau de production inférieur de 13% à celui de 1989. Toutefois, en Hongrie, Pologne, et République tchèque, la production est supérieure de 5% à celle de 1989.

La performance du monde en développement en 1992 s'est améliorée, la croissance atteignant en moyenne près de 6%. Mais la cassure entre les régions se confirme. La croissance du PIB de l'Asie s'est accélérée en 1992, en grande partie du fait d'une très forte expansion en Chine (12%). L'Asie conserve une croissance soutenue, de 6% en moyenne par an de 1994 à 2000. Après la stagnation de 1991 due au conflit du Golfe, les pays du Moyen-Orient et du Maghreb ont bénéficié d'un fort rebond en 1992, la croissance de leur PIB atteignant 8,5%. A moyen terme, le raffermissement du prix du pétrole améliore leur situation extérieure. Sous l'hypothèse d'une stabilité politique à peu près préservée, la croissance atteint 4% par an de 1994 à 2000. L'Afrique subsaharienne a enregistré en 1992 une nouvelle baisse du revenu par tête : la croissance du PIB n'a été que de 1,5% contre plus de 3% pour la population. A moyen terme, la stabilité du prix réel des matières premières, une progression de celui du pétrole, un allègement de la dette extérieure et la poursuite des politiques d'assainissement permettent à la région de connaître une croissance (3,5%) un peu supérieure à la croissance démographique. En 1992, l'Amérique Latine a connu une croissance de 2,8%. Hors Brésil, la progression du PIB régional a dépassé 4%, avec une vive expansion en Argentine (6%), au Venezuela (7,5%), et surtout au Chili (9,5%). Le Brésil a plongé dans la récession, l'activité ayant décliné de 1,5%, après une progression inférieure à 1% en 1991. Le processus d'allègement de la dette, la consolidation des situations macroéconomiques, le rapprochement commercial des économies latino-américaines et la montée en régime de l'économie brésilienne à la fin des années quatre-vingt-dix assurent à la zone une croissance de 4% en moyenne par an. En contrepartie le déficit extérieur de la région est supérieur à 1 point de PIB de 1993 à 2000, soit plus de 20 mrd de dollars par an. Au total, après une baisse de 0,5% en 1991 et une hausse de 0,5% en 1992, le PIB mondial augmente de 2,1% en 1993 puis de 3,3% de 1994 à 2000.

Chômage : le problème européen

Dans la plupart des pays industrialisés, le chômage devrait continuer à augmenter (tableau 3). Les Etats-Unis connaissent une évolution cyclique : le chômage diminue de 7,4% en 1992 à 6,7 en 1997 puis augmente avec le ralentissement économique. Au Japon, le ralentissement de la croissance se répercute peu sur le chômage, car il est absorbé par le ralentissement de la productivité (en contrepartie, la situation des entreprises se dégrade) et par des retraits du marché du travail. L'Allemagne de l'Ouest retrouve progressivement un taux de chômage de 5,5% en 2000, proche de son niveau «naturel», mais le taux de chômage serait de 20% à l'Est, soit de 8,9% en Allemagne réunifiée. Le reste de l'Europe connaît un fort taux de chômage : 7 à 8% en Grèce, au Portugal et au Danemark ; 10% environ aux Pays-Bas et en Belgique. Cinq pays auraient des taux de chômage très importants : le Royaume-Uni (11%), la France (12,6%), l'Espagne (15,1%), l'Italie (13,6%), l'Irlande (17,9%).

Prix et salaires : pas de tensions à l'horizon

Sous l'effet d'un fort chômage, l'inflation dans l'OCDE a considérablement fléchi depuis son haut niveau de 1980 (11,3% pour l'ensemble de l'OCDE) jusqu'en 1985 (4,5%). Le contre-choc pétrolier de 1986 l'a fait diminuer jusqu'à 3,3% de 1986 à 1988. Elle s'est ensuite quelque peu accélérée (4,7% à la fin des années quatre-vingt), avec la reprise de la croissance, certaines hausses de fiscalité indirecte et les tensions nées, en Allemagne, de la réunification ; en 1992-1993, l'inflation ralentit de nouveau pour se situer aux alentours de 3%. En Allemagne de l'Ouest, elle avoisine encore 4%, en partie à cause des hausses de fiscalité indirecte. Mais compte tenu de la récession actuelle dans l'industrie, de la dégradation de la situation sur le marché du travail et du ralentissement marqué des augmentations de salaires en 1993, l'inflation allemande revient à 3% dès 1994.

La reprise n'est pas assez forte pour induire des tensions inflationnistes (tableau 3) : le taux d'inflation reste aux alentours de 2% au Japon, de 3% aux Etats-Unis, de 2,5 à 3% en France. En Allemagne, il diminue et retrouve après 1996 un niveau compris entre 2 et 2,5%. En Italie, la suppression de la *Scala mobile* et la maîtrise du déficit budgétaire modèrent l'inflation. Mais ceci se fait au prix d'un ralentissement de la croissance (et suppose une stabilité politique qui n'est pas assurée à ce jour). Le taux d'inflation diminue jusqu'à 4% en 2000. Le Royaume-Uni présente une tendance à l'accélération des salaires dès que la croissance gagne en vigueur, ce qui explique en partie le caractère heurté de la croissance au cours des années quatre-vingt. Cependant l'inflation y est actuellement modérée, d'environ 5% (1). Elle ralentit à 3% en 1996 sous l'effet du chômage, puis reprend à mesure que le chômage diminue, pour atteindre 4,5% en 2000.

Demande privée : une croissance peu soutenue

Dans les grands pays, le revenu des ménages croît faiblement, et moins vite que le PIB, de 1993 à 2000. A la modération salariale s'ajoute la hausse des impôts nécessaire pour rétablir les finances publiques. Le taux d'épargne des ménages est resté stable durant la dernière récession, ou a même augmenté en France et surtout au Royaume-Uni, renforçant le ralentissement économique au lieu de l'atténuer comme ordinairement. Cela s'explique par le poids de l'endettement et des charges financières dans les pays anglo-saxons, par la fin de l'essor de l'endettement et par la constitution d'une épargne de précaution en France. A moyen terme, le ralentissement de l'inflation et la faible progression du revenu contribuent à faire baisser le taux d'épargne, particulièrement là où la croissance nominale des revenus diminue le plus, c'est-à-dire au Royaume-Uni et en Italie où cette baisse amortit nettement l'impact récessif de la hausse de la fiscalité directe.

Les années 1987 à 1990 ont été marquées par une forte croissance de l'investissement des entreprises dans l'OCDE : durant ces trois années, la FBCF a progressé de 28% alors que le PIB ne progressait que de 14%. Un tel écart, normal en période d'accélération du rythme de croissance, n'était pas extrapolable. Tôt ou tard, l'investissement devait ralentir ; la consommation des ménages ne pouvant prendre le relais, la production devait baisser, accentuant la chute de la FBCF. Le boom des années 1987-90 représente donc une croissance exceptionnelle que les années 1991-93 viennent en quelque sorte compenser. Mais le risque est grand que les entreprises anticipent une croissance faible à moyen terme et qu'elles procèdent maintenant à un surajustement vers le bas. Le bas niveau des taux d'utilisation des capacités de production indique qu'une relance ne buterait pas, à court terme, sur une insuffisance des capacités de production. Il montre aussi que les entreprises ne sont pas empêchées d'investir par des contraintes de financement, malgré les taux d'intérêt réels élevés. Une amélioration de la situation financière des entreprises ne devrait avoir que peu d'effet, si les perspectives de demande ne se redressaient pas.

En France, le besoin de financement des entreprises, déjà faible en 1990 et 1991, est devenu négatif en 1992 et le reste à moyen terme, en raison de la hausse du taux de marge et de la faiblesse de

(1) Le déflateur de la consommation privée a augmenté de 5,1 % en 1992. L'indice des prix de détail n'a augmenté que de 1,7 % de janvier 1992 à janvier 1993, l'écart s'expliquant par des différences de champ. En particulier, l'indice des prix incorpore les charges d'intérêt, qui ont fortement baissé.

la croissance. Les entreprises ne ressentent donc pas de contrainte d'endettement, ce qui permet une hausse du taux d'investissement. Au Japon, le fort endettement des entreprises a encore augmenté ces dernières années ; en prévision, leur taux de marge ne s'améliore guère, de sorte que l'investissement ne peut plus jouer le rôle moteur qu'il a joué naguère. Les entreprises allemandes ont connu dans la période récente un essor de leur investissement, qui a engendré une nette hausse de leur besoin de financement. Celui-ci se réduit avec le retournement de l'investissement, mais le taux de marge des entreprises n'augmente plus guère et leur endettement continue à croître. Les entreprises américaines sont relativement peu endettées : dans notre projection, leur taux de marge augmente et leur besoin de financement est faible. Au Royaume-Uni, le fort taux d'investissement de 1989-90 n'était guère soutenable ; l'ajustement en cours a ramené le besoin de financement des entreprises à un niveau compatible avec une décreue du ratio d'endettement. Les entreprises italiennes stabilisent leur dette mais à un niveau élevé et seulement en raison du ralentissement de la croissance, qui diminue le besoin d'investissement. Au total, la contrainte de financement des entreprises apparaît relativement lâche au Royaume-Uni, en France et aux Etats-Unis ; plus serrée au Japon, en Allemagne et en Italie. Ces trois pays auraient donc des difficultés à croître plus rapidement, les deux premiers parce que leur effort d'investissement est déjà important, le troisième en raison de la ponction exercée sur les comptes des entreprises par le rétablissement des finances publiques.

Dans notre projection, la croissance de l'OCDE est relativement médiocre. La plupart des pays butent sur des contraintes macroéconomiques qui se renforcent mutuellement en raison des interdépendances commerciales et monétaires. La politique économique hésite entre le souci de soutenir la croissance et celui de rétablir les grands équilibres. Après avoir toléré le creusement des déficits publics de 1991 à 1993, de nombreux pays mettent en oeuvre des politiques budgétaires restrictives qui brident la croissance, en particulier aux Etats-Unis, en Italie et dans plusieurs petits pays européens. Les taux d'intérêt nominaux sont bas, mais les taux d'intérêt réels restent élevés comparés au taux de croissance. La consommation des ménages est limitée par la modération salariale et le chômage. Les entreprises se heurtent à la faible croissance de la demande, plus qu'à des contraintes financières. Les pays européens qui pâtissent d'un fort chômage hésitent à s'engager dans une politique de dévaluation qui rétablirait leur compétitivité, mais porterait un rude coup à la construction européenne. Les mesures qui pourraient, selon nous, relancer l'économie mondiale (forte baisse des taux d'intérêt, apports massifs de capitaux au Sud et à l'Est, impulsion budgétaire concertée) ne font pas l'unanimité parmi les gouvernements ni parmi les économistes, et ne peuvent être prises par un pays isolé. Le secret de la croissance semble perdu.



Rédaction :

Centre
d'études prospectives
et d'informations
internationales,
9, rue Georges-Pitard
75740 Paris cédex 15.
Tél. (1) 48.42.64.64
Télécopie : (1) 48.42.68.12

Rédacteur en chef :
Jean-Pisani-Ferry

Réalisation :
Annick Hutteau

Diffusion :
La Documentation Française

Abonnement (11 numéros)
France : 275 F.
Europe : 330 F.
Hors Europe : 370 F.
(envoi par avion)

Commande adressée à :
La Documentation Française
124, rue Henri-Barbussé
93308 Aubervilliers Cedex

Directeur de la publication :
Jean-Pisani-Ferry

ISSN 0243-1947

©PPP numéro 1462 AD
2ème trimestre 1993
Mai-juin 1993

Imp. SNLIR - IVRY
Imprimé en France

ÉCONOMIE INTERNATIONALE

n° 53, premier trimestre 1993

- Regards sur l'économie de l'environnement, *J.P. Decaestecker et G. Rotillon.*
- L'après-pétrole dans les pays du Golfe, *N. Kousnetzoff, V. Levet et F. Peltrault.*
- La Corée du Sud sur l'échiquier mondial de l'électronique, *R. Glabi.*
- Politique monétaire et "thérapie de choc" en Pologne : les limites de l'expérience 1990-1991, *Y. Zlotowski.*
- Les deux voies de l'intégration des marchés agro-alimentaires européens, *E. Chevassus-Lozza et J. Gallezot.*
- A partir de CHELEM : L'agro-alimentaire dans le commerce international, *G. Lafay.*
- Lu : A travers les rapports des instituts allemands, *L. Nayman.*