

# LA LETTRE DU CEPII

CENTRE D'ETUDES PROSPECTIVES ET D' INFORMATIONS INTERNATIONALES

## ■ Economie mondiale : la croissance difficile (1)

*Les années 1991 et 1992 marquent une pause après une phase de vive croissance des pays de l'OCDE (3,7 % en moyenne de 1983 à 1989), impulsée par le Japon (4,6) et par les Etats-Unis (3,8), la croissance dans la CE ayant été de 3 %. A la mi-92, la date et l'ampleur de la reprise posent encore problème. Dans notre projection, qui décrit un nouveau cycle de 1992 à 1997, celle-ci est modérée et la croissance moins soutenue que naguère (2,7 % de 1993 à 1997 pour l'OCDE). Aussi faut-il s'interroger sur les caractéristiques de la phase qui s'ouvre en 1993 et faire le point tant sur les facteurs qui impulseraient la croissance que sur les contraintes qui la freineraient.*

1

Retour sur le  
ralentissement  
de 1990

Le contre-choc pétrolier de 1986 a permis simultanément l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages, donc l'essor de la consommation, et le redressement des profits. L'investissement a pu être soutenu malgré des taux d'intérêt réels élevés. L'essor de la demande privée a permis la diminution des déficits publics. La croissance en Europe a pu prendre le relais de la croissance américaine. Pour l'ensemble de l'OCDE, la croissance a été de 3,7 % en moyenne de 1987 à 1989 : 5,1 pour le Japon ; 3,8 pour le Royaume-Uni ; 3,5 pour les Etats-Unis, la France et l'Italie ; 3 pour l'Allemagne. Le Japon et les USA ont retrouvé le plein-emploi, la Grande-Bretagne et l'Allemagne s'en sont rapprochées ; par contre, l'Italie et la France ont conservé un fort chômage.

Cette croissance n'était pas durable telle quelle. D'une part, l'apparition généralisée de tensions sur les capacités de production montrait que l'investissement était insuffisant, compte tenu du rythme de croissance ; d'autre part, la poussée de l'investissement, à un rythme double de celui du PIB, n'était pas extrapolable : tôt ou tard, l'investissement devait ralentir, ce qui devait engendrer une contraction de l'activité, la consommation ne pouvant prendre immédiatement et spontanément le relais. La croissance fut favorisée par la chute du taux d'épargne des ménages qui, entre 1984 et 1988, fut de 5 points au Canada, en Italie, au Royaume-Uni, de 3 points en France, de 2 points aux Etats-Unis et au Japon ; là encore, cette chute, due au ralentissement de l'inflation, aux plus-values boursières, aux nouvelles possibilités d'endettement, n'était pas extrapolable.

Malgré les tensions sur les capacités de production, cette période n'a guère été marquée par de fortes pressions inflationnistes. Comparons 1989 à 1985 : le taux d'inflation est plus élevé de 1,2 point aux USA et de 1 point en RFA ; identique au Royaume-Uni ; plus bas de 0,4 point au Japon et de 2,4 points en France. Pour l'ensemble de l'OCDE, le niveau est identique. Certes, l'inflation en 1989 est supérieure à celle de la période 1986-88, mais ceci provient de la fin de l'effet favorable du contre-choc pétrolier. Le fait est cependant que les autorités monétaires ont redouté une accélération de l'inflation et qu'elles ont pratiqué successivement des politiques restrictives entre mi-88 (pour les Etats-Unis) et 1990 (au Japon) : leurs objectifs d'inflation sont aujourd'hui beaucoup plus bas que naguère. Mis à part au Royaume-Uni, la part du revenu du capital dans la valeur ajoutée est en 1989 à son plus haut niveau depuis 74 ; ce niveau est rendu nécessaire par la baisse de la productivité du capital, qui oblige les entreprises à investir plus à taux de croissance donné, et par la hausse des taux d'intérêt réels, qui les oblige à augmenter leur profit pour financer cet investissement sans dégradation de leur structure de bilan, mais il est acquis en 1989.

Le ralentissement a frappé d'abord les pays anglo-saxons puis la plupart des pays européens, avant de s'étendre à l'Allemagne et au Japon. De façon inhabituelle, il fut déclenché par l'essoufflement de la consommation dans les pays anglo-saxons, où celle-ci avait été soutenue par les plus-values boursières et le crédit : aux Etats-Unis, le taux de croissance de la consommation est passé de 3,6 % en 1988 à 0,9 en 1990 (soit une remontée de 1,7 point du taux d'épargne, alors que celui-ci aurait

(1) Cette lettre reprend la projection présentée au VIIIème Colloque de réflexion économique organisé par la Délégation pour la planification du Sénat. Elle a été réalisée par une équipe commune CEPII-OFCE à l'aide de MIMOSA, modèle macroéconomique de l'économie mondiale, construit en commun par ces deux organismes. L'équipe dirigée par Henri DELESSY et Henri STERDYNIAK est composée de Jean-Pierre CHAUFFOUR, Murielle FIOLE, Emmanuel FOURMANN, Hélène HARASTY, Hélène LANGIN, Frédéric LERAI et Sébastien PARIS-HORVITZ.

dû chuter en période de ralentissement) ; au Royaume-Uni, il est passé de 7,4 % en 1988 à 1 en 1990 (soit une remontée de 3,7 points du taux d'épargne). La hausse des taux d'intérêt réels a contribué au retournement brutal de l'investissement productif privé, dont le taux de croissance pour l'ensemble de l'OCDE est passé de 10,5 % en 1988 à 5,0 en 90 et 0,1 en 91. Ce freinage de l'investissement a entraîné l'ensemble des économies dans le ralentissement, et même dans la récession pour les Etats-Unis et la Grande-Bretagne.

Jusqu'à fin janvier 1991, la crise du Golfe a entraîné des comportements attentistes, qui ont accentué la récession. Mais son issue a ouvert une période favorable marquée par un certain apaisement politique dans le monde et par la perspective d'un prix de l'énergie durablement faible. A ce moment, il était urgent d'attendre de voir si le retournement des anticipations ne remettait pas spontanément l'économie mondiale sur le chemin de la croissance. On a pu croire durant l'été que le redressement américain était en cours, mais il n'en fut rien. Les facteurs d'approfondissement de la récession ont entraîné l'économie mondiale : une baisse autonome de la demande provoque une baisse de l'investissement, qui accentue le choc initial ; la chute de la production pèse sur les profits des entreprises et dégrade leurs bilans. Les entreprises débauchent et limitent les hausses de salaires, ce qui pèse sur le revenu des ménages ; la croissance du chômage incite ceux-ci à se désendetter et à constituer une épargne de précaution. Les recettes fiscales diminuent ; les taux de cotisations sociales sont accrus. Les ratios de déficit et de dette publics se dégradent ; les gouvernements hésitent à soutenir budgétairement l'activité. En 1991, les conjoncturistes se sont épuisés à attendre une reprise américaine qui impulserait l'économie mondiale. Mais celle-ci ne fut pas au rendez-vous. Au contraire, le ralentissement a gagné l'Allemagne et le Japon. Aussi tout au long de l'année, les prévisions de croissance furent abaissées et la date de la reprise reculée.

Au total, le taux de croissance de l'OCDE n'a été que de 0,6 % en 1991 (tableau 1, graphique A), avec une baisse du PIB pour les Etats-Unis, le Canada, le Royaume-Uni. Le taux de chômage des pays de l'OCDE a augmenté de 0,8 point. La détérioration du marché du travail ayant pesé sur les salaires et le prix du pétrole ayant diminué, l'inflation a nettement ralenti sauf en Allemagne de l'Ouest et aux Pays-Bas, qui ont ajouté des hausses de taxes indirectes à une situation tendue de leur marché du travail. La situation financière des entreprises s'est dégradée, du fait du ralentissement des gains de productivité et, en Europe, du niveau élevé des taux d'intérêt réels. Les taux d'utilisation des capacités de production se sont partout détendus : les entreprises sont donc peu incitées à investir.

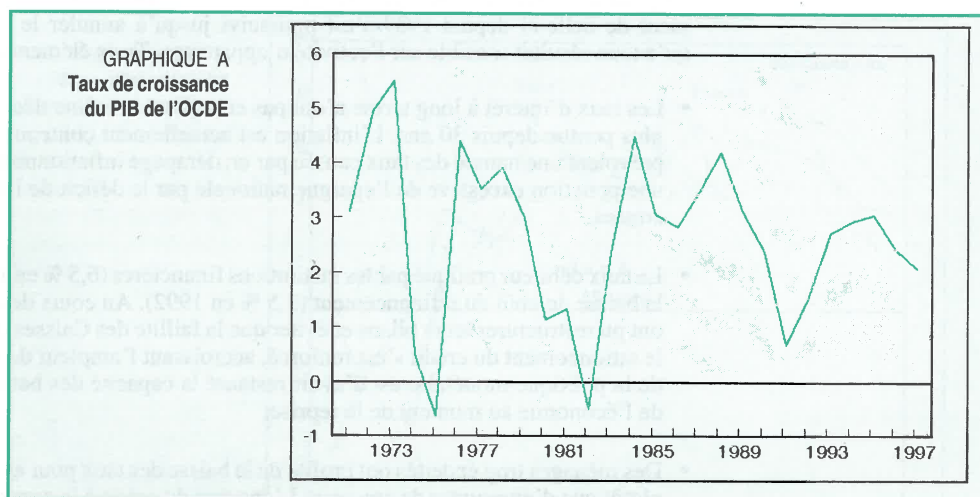
TABLEAU 1 - Croissance mondiale

Croissance du PIB (taux annuels en %)	Moyenne 1990/1985	1990	1991	1992	1993	Moyenne 1997/1991
Allemagne de l'Ouest	3,4	4,7	3,4	1,3	2,9	2,5
Allemagne réunifiée	nd	2,9	0,9	1,8	3,6	3,2
France	3,0	2,2	1,3	1,9	2,7	2,5
Italie	3,1	2,2	1,4	1,5	2,2	2,3
Royaume-Uni	3,4	1,1	-2,2	0,8	3,5	2,6
Autres CEE	3,3	3,2	2,0	1,9	2,3	2,5
Autres Europe	3,0	2,7	0,1	0,8	1,6	2,4
Etats-Unis	3,0	1,0	-0,7	1,9	2,7	2,5
Japon	4,6	5,2	4,4	1,8	4,0	3,4
Autres OCDE	3,0	1,3	-1,9	2,3	2,7	2,3
Amérique latine	1,8	0,0	2,8	2,7	3,5	3,7
Moyen-Orient/Maghreb	1,8	4,0	0,0	6,5	4,0	4,4
Afrique Noire	2,4	2,9	2,7	3,0	3,2	3,2
4 NPI d'Asie	9,1	6,3	7,0	7,0	6,2	6,8
Reste de l'Asie	6,8	5,0	5,0	5,5	5,8	5,9
Europe de l'Est*	-0,2	-4,1	-16,1	-15,7	-2,4	-1,3
CE (y.c. ex-RDA)	nd	2,6	0,6	1,6	2,9	2,7
CE (hors ex-RDA)	3,2	3,0	1,2	1,5	2,7	2,5
OCDE (y.c. ex-RDA)	3,3	2,4	0,6	1,7	3,0	2,7
Monde	3,0	1,7	-0,7	0,6	2,9	2,9

\*y compris ex-URSS, hors Allemagne de l'Est à partir de 1990  
Source : modèle MIMOSA, CEPPII-OFCE.

Les pays de l'OCDE ont laissé leur déficit public se creuser d'environ 1,2 point de PIB en 1991 par rapport à 1989, ce qui correspond à la baisse des rentrées fiscales due au ralentissement économique. En situation de récession, les Etats-Unis ont baissé fortement leur taux d'intérêt court, amenant le taux réel au voisinage de zéro (graphiques B) ; mais sans grand impact sur les taux longs qui sont restés supérieurs à 4 points en termes réels, les opérateurs anticipant la hausse du taux court après la récession. Confrontée à une inflation de 4 %, la Bundesbank a relevé vigoureusement son taux court jusqu'au niveau de 5 points en termes réels ; mais la crédibilité de cette politique a fait que les taux longs réels ont diminué, se situant à 3,5 points. La politique monétaire est donc apparue

impuissante. L'évolution divergente des taux d'intérêt a provoqué une dépréciation du dollar par rapport au mark (12 % au second semestre 91) qui est allée dans le sens des objectifs des deux pays. Les soldes courants ont connu des évolutions fortes et contrastées liées aux paiements de la guerre du Golfe, à la différence des conjonctures et au bas prix du pétrole : l'Allemagne est passée d'un fort excédent à un net déficit tandis que l'excédent japonais se gonflait fortement ; l'OPEP est passée de l'excédent à un fort déficit ; en sens inverse, le déficit courant des Etats-Unis a disparu transitoirement.



Source : modèle MIMOSA, CEPII-OFCE.

Début 1990, la réunification allemande avait suscité de grands espoirs chez les partenaires de la RFA qui voyaient se redessiner la perspective d'une locomotive de leur croissance. Grâce à l'afflux de populations venant de l'Est et au coup de fouet donné à la demande par la reconstruction de l'ex-RDA, l'économie allemande allait sortir du sentier de faible croissance dans lequel la confinait sa population vieillissante. C'est bien ce qui s'est produit. Malheureusement, la politique adoptée pour financer les dépenses à l'Est a eu des effets pervers : les hausses de fiscalité indirecte ont nourri l'inflation et contribué au durcissement de la politique monétaire, déjà alertée par les tensions sur les marchés des biens et du travail. En raison des règles du SME, les partenaires de l'Allemagne ont suivi la hausse de ses taux d'intérêt. L'efficacité de cette hausse pour freiner l'inflation allemande en a été fortement réduite puisque le mark s'est apprécié vis-à-vis du dollar seulement et non par rapport aux monnaies européennes. Les partenaires de l'Allemagne ont subi un choc récessif (forts taux d'intérêt réels, appréciation vis-à-vis du dollar) particulièrement malvenu alors qu'ils entraînent en ralentissement, choc qui a effacé en partie les effets expansionnistes de la relance de la demande en Allemagne. Au total cependant, la réunification allemande aurait fourni une impulsion de l'ordre de 1,6 % du PIB pour la RFA et de 0,5 % pour les autres pays européens en 1991 ; l'effet serait pratiquement nul en 1992. Eût-il été plus avisé de laisser le mark s'apprécier seul ? C'était le souhait de la Bundesbank ; le caractère exceptionnel du choc aurait permis de le justifier ; les autres pays européens s'y sont refusé, préférant perdre en croissance à court terme pour mieux affirmer la fixité de leur monnaie par rapport au mark.

## 2

### Vers des reprises régionalisées de l'économie mondiale ?

Depuis 1989, le cycle économique des grands pays industrialisés suit un mouvement séquentiel. Apparue dès 1989 dans les pays anglo-saxons, la récession a été repoussée d'un an en Europe continentale par l'unification allemande. Trois ans plus tard, l'onde amortie s'est propagée au Japon alors qu'un début de reprise se manifeste aux Etats-Unis. Cette chronologie s'oppose aux crises des années soixante-dix où les chocs pétroliers frappaient simultanément les pays industriels, mais se rapproche des évolutions des années cinquante et soixante lorsque les cycles américains donnaient le tempo au reste du monde. Doit-on alors mesurer les perspectives de l'économie mondiale à l'aune de la reprise américaine ? En fait les conjonctures des trois grands pôles sont en partie régies par des mécanismes distincts : l'Amérique du Nord est sur le chemin d'une reprise modérée, l'Europe est marquée par les conséquences de la réunification allemande et la perspective de l'Union économique et monétaire (UEM), enfin le Japon fait face à un krach financier larvé.

## 3

### Le cycle financier de l'économie américaine

L'économie américaine ne semble pas pouvoir sortir de cette neuvième récession de l'après-guerre. Annoncée au printemps 1991, la reprise ne se profile qu'aujourd'hui. Les supports habituels de la reprise, au premier rang desquels la consommation, sont restés peu sensibles à l'assouplissement de la politique monétaire depuis 1989. L'investissement productif n'a donc pu embrayer vigoureusement.

Contrairement aux cycles précédents, la reprise de 1992-93 ne devrait connaître qu'un faible soutien du budget fédéral. Des allègements fiscaux ont été annoncés en début d'année et les transferts augmentent avec la conjoncture maussade, mais la contribution à la croissance des dépenses publiques en biens sera probablement négative jusqu'en 1994. Le budget de la défense décline en

part de la richesse nationale depuis 1985 et recule en termes réels depuis 3 ans. Au total, le déficit fédéral culminera à près de 6 points de PIB cette année, contre 4,8 en 1991, et rejoindra le record de 1983, confirmant l'inefficacité des programmes de réduction du déficit des années quatre-vingt. Mais, si l'on exclut les recettes liées au financement de la guerre du Golfe en 1991 (43 Mds) et le coût du renflouement des caisses d'épargne en faillite, la hausse effective du déficit en 1992 n'est que de 0,5 point de PIB.

La politique macroéconomique repose essentiellement sur la politique monétaire. L'assouplissement de celle-ci depuis 1989 s'est poursuivi jusqu'à annuler le taux d'intérêt réel court sans qu'aucun résultat sensible sur l'activité n'apparaisse. Trois éléments expliquent ce constat :

- Les taux d'intérêt à long terme n'ont pas enregistré la même décreue et la courbe des taux est la plus pentue depuis 30 ans. L'inflation est actuellement contenue, mais les marchés financiers prévoient une hausse des taux causée par un dérapage inflationniste au cours de la reprise ou par une ponction excessive de l'épargne nationale par le déficit de l'Etat dans les deux prochaines années.
- Le taux débiteur pratiqué par les institutions financières (6,5 % en 1992) n'a pas suivi pleinement la baisse du coût du refinancement (3,5 % en 1992). Au cours des années 1990-92, les banques ont pu restructurer leurs bilans et éviter que la faillite des Caisses d'épargne ne se propage, mais le rationnement du crédit s'est renforcé, accroissant l'ampleur de la récession. L'effet principal de la politique monétaire est d'avoir restauré la capacité des banques à assurer le financement de l'économie au moment de la reprise.
- Des ménages trop endettés ont profité de la baisse des taux pour assainir leur situation financière plutôt que d'emprunter de nouveau. L'encours du crédit à la consommation, rapporté au revenu disponible des ménages, décroît depuis 1987 et retourne vers le niveau du début des années quatre-vingt. Contrairement aux années 1983-86, la reprise ne reposera pas sur une expansion aussi forte de l'endettement. Du coup, la croissance du PIB sera limitée en 1992-93 (1,9 puis 2,7 %).

## 4

### L'Europe continentale et les conséquences de l'unification allemande

En 1991, la transmission à l'Europe continentale de la récession des pays anglo-saxons s'est trouvée contrebalancée par la forte croissance de l'Allemagne de l'Ouest. Les effets expansifs directs de la réunification - ouverture du marché de l'ex-RDA, transferts massifs aux nouveaux Länder (5 points du PNB ouest-allemand), migrations entre les deux parties de l'Allemagne, éclipse des exportateurs ouest-allemands occupés à l'Est - sont maintenant derrière nous tandis que les mesures d'accompagnement et de financement vont peser en 1992-93 sur la croissance allemande et donc européenne.

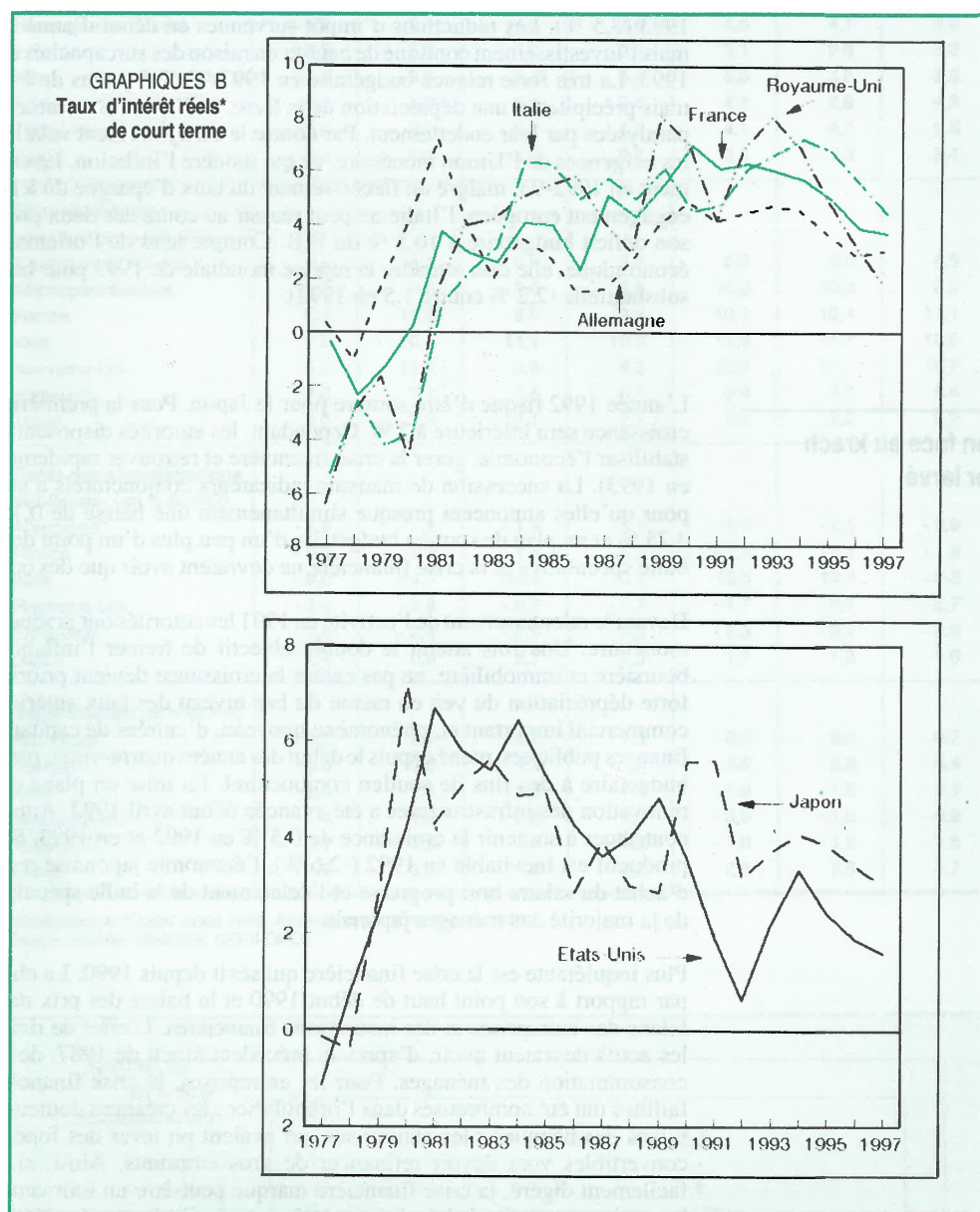
La politique monétaire s'est durcie aux premiers signes de tensions inflationnistes en 1990 (tableau 2, graphiques B). Cette politique de taux élevé devrait se maintenir jusqu'à mi-93, d'autant que le consensus salarial est fragilisé par le coût de la réunification. La Bundesbank veillera, au

TABLEAU 2 - Variables monétaires et produits de base

	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1997
<b>Taux de change :</b>							
Dollar en marks	1,82	2,94	1,62	1,67	1,70	1,70	1,70
Dollar en yens	227	239	145	134	133	130	120
Mark en francs	2,30	3,10	3,36	3,40	3,39	3,39	3,39
Mark en lires	471	658	740	748	750	750	750
Mark en livres	0,237	0,265	0,347	0,341	0,354	0,357	0,357
<b>Taux d'int. à court terme :</b>							
Allemagne	9,1	5,2	8,0	8,9	9,3	9,0	7,0
France	11,9	9,9	10,1	9,5	9,5	9,0	7,0
Italie	17,2	15,3	12,4	12,2	12,0	11,8	8,0
Royaume-Uni	15,1	11,6	14,4	11,2	11,0	11,0	7,0
Etats-Unis	13,4	8,1	8,2	5,8	4,5	6,0	7,0
Japon	10,9	6,5	7,3	7,5	4,8	5,5	6,0
Pétrole (Dubai) \$/baril	29,4	28,1	20,5	16,5	16,5	17,0	25,0
<b>Taux de croissance annuel :</b>							
	1985/1980	1990/1985	1990	1991	1992	1993	1997/1991
Pétrole*	2,3	-13,5	20,7	-20,0	-1,5	0	5,1
Matières premières industrielles*	-2,9	-1,2	-15,1	-8,0	0	0	0

\*Prix en dollars 1989 déflatés par le prix des produits manufacturés exportés par l'OCDE.  
Source : modèle MIMOSA, CEPII-OFCE.

moyen d'une hausse supplémentaire des taux si nécessaire, à ce que gouvernement et ménages n'échappent par l'inflation salariale ou par la dérive des finances publiques aux sacrifices qu'elle juge nécessaires. Le déficit des administrations a atteint 3,1 points de PNB en 1991 pour l'Allemagne réunifiée, ceci en dépit de mesures de financement exceptionnelles. Il se dégraderait encore en 1992 du fait principalement du ralentissement de la croissance et ne s'orienterait qu'ensuite à la baisse (en particulier, grâce au relèvement du taux de TVA de 14 à 15 % début 1993).



\* Taux du marché monétaire corrigés du taux d'inflation. - Source : modèle MIMOSA, CEPII-OFCE.

En 1992, l'Allemagne (1,3 % de croissance pour l'Allemagne de l'Ouest) sera en queue de peloton avec le Royaume-Uni (0,8 % contre 1,9 en France) ; de surcroît ses exportateurs reviendront en force sur leurs marchés traditionnels. Le fléchissement de la demande intérieure sera initié par le ralentissement de l'emploi, du revenu disponible (dû à l'inflation et aux hausses des impôts) et donc de la consommation des ménages (1,9 % après 2,3 en 1991) et par le retournement de l'investissement (0,9 % après 9,7) en raison de l'évolution ralentie des débouchés. 1992 apparaît comme une année charnière pour l'Allemagne : la croissance sera au plus bas à l'Ouest alors que l'espoir naît dans la partie orientale de trouver les chemins de l'expansion (9 % en 1992, après - 23 en 1991).

En Europe continentale, la reprise, attendue pour 1991, se produit seulement en 1992 pour s'accélérer en 1993. La conjoncture y est par ailleurs marquée par les objectifs de l'Union monétaire. Même les membres les plus vertueux du SME ne peuvent s'affranchir de la domination monétaire allemande tandis que les autres doivent progresser dans la convergence de leurs économies. La France, avec une inflation contenue à 3 %, un déficit et une dette publics modérés, satisfait déjà aux conditions adoptées à Maastricht. Elle est cependant contrainte de pratiquer des taux d'intérêt élevés qui ne sont pas justifiés pour un pays de faible inflation et de chômage élevé : paradoxalement, le fonctionnement du SME conduit à un taux d'intérêt réel français supérieur au taux allemand (7 contre 5,5 %) : la France ne peut franchir le plancher des taux nominaux allemands. Le mark

reste pour l'instant la devise-clé du SME. Cette situation illustre les limites de la souveraineté monétaire des pays européens autres que l'Allemagne et souligne l'intérêt d'aller vers une co-gestion monétaire de la Communauté.

L'Italie et le Royaume-Uni, dont le chemin vers l'UEM s'annonce plus difficile, connaîtront des ajustements structurels de moyen terme. En 1992-93, leurs conjonctures divergent. Le Royaume-Uni retrouve une très faible croissance en 1992 (0,8 %), la véritable reprise n'intervenant qu'en 1993 (3,5 %). Les réductions d'impôt survenues en début d'année soutiennent la consommation mais l'investissement continue de baisser en raison des surcapacités de production et ne repart qu'en 1993. La très forte relance budgétaire en 1992-93 (2,5 points de PIB) impulse la reprise en 1993 mais précipiterait une dépréciation de la livre. A l'inverse les autorités budgétaires italiennes sont paralysées par leur endettement. Par contre le comportement salarial italien commence à intégrer les exigences de l'Union monétaire, ce qui modère l'inflation. La consommation est en ralentissement en 1992-93, malgré un fléchissement du taux d'épargne dû à la désinflation. En dépit de son engagement européen, l'Italie ne peut réussir au cours des deux prochaines années qu'à stabiliser son déficit budgétaire à 10,5 % du PIB. Compte tenu de l'orientation restrictive de sa politique économique, elle doit attendre la reprise mondiale de 1993 pour bénéficier d'une croissance plus substantielle (2,2 % contre 1,5 en 1992).

## 5

### Le Japon face au krach financier larvé

L'année 1992 risque d'être sombre pour le Japon. Pour la première fois depuis près de 20 ans, la croissance sera inférieure à 2 %. Cependant, les autorités disposent de marges de manoeuvre pour stabiliser l'économie, gérer la crise financière et retrouver rapidement une croissance élevée (4 % en 1993). La succession de mauvais indicateurs conjoncturels a suffisamment ému les autorités pour qu'elles annoncent presque simultanément une baisse de 0,75 point du taux d'escompte à 3,75 % et un plan de soutien budgétaire d'un peu plus d'un point de PIB. Enfin, l'éclatement de la bulle spéculative et la crise financière ne devraient avoir que des conséquences réelles limitées.

Devant le ralentissement de l'activité en 1991 les autorités ont graduellement assoupli leur politique monétaire. Une fois atteint le double objectif de freiner l'inflation et d'enrayer la spéculation boursière et immobilière, ne pas casser la croissance devient prioritaire. Ceci n'a pas entraîné de forte dépréciation du yen en raison du bas niveau des taux américains, du retour d'un excédent commercial important et, phénomène nouveau, d'entrées de capitaux longs. L'assainissement des finances publiques, mené depuis le début des années quatre-vingt, permet l'utilisation de la politique budgétaire à des fins de soutien conjoncturel. La mise en place du programme pluri-annuel de rénovation des infrastructures a été avancée début avril 1992. Ainsi la demande publique devrait contribuer à soutenir la croissance de 0,5 % en 1992 et en 1993. Si la baisse de l'investissement productif est inévitable en 1992 (-2,6 %), l'économie japonaise reste au plein emploi, le pouvoir d'achat du salaire brut progresse et l'éclatement de la bulle spéculative n'affecte guère le revenu de la majorité des ménages japonais.

Plus inquiétante est la crise financière qui sévit depuis 1990. La chute du Nikkei de près de 50 % par rapport à son point haut de début 1990 et la baisse des prix de l'immobilier ont fragilisé les bilans des entreprises et des institutions financières. L'effet de richesse lié aux moins-values sur les actifs devraient avoir, d'après le précédent krach de 1987, des conséquences limitées sur la consommation des ménages. Pour les entreprises, la crise financière est plus douloureuse : les faillites ont été nombreuses dans l'immobilier ; les créances douteuses se sont multipliées dans les bilans des banques ; les entreprises qui avaient pu lever des fonds par l'émission d'obligations convertibles vont devoir refinancer de gros emprunts. Ainsi, si le retournement de 1992 est facilement digéré, la crise financière marque peut-être un tournant dans le modèle de croissance japonais : avec la fin de la politique de l'argent facile des années 1985-89, l'accumulation du capital ne pourra plus être aussi rapide.

## 6

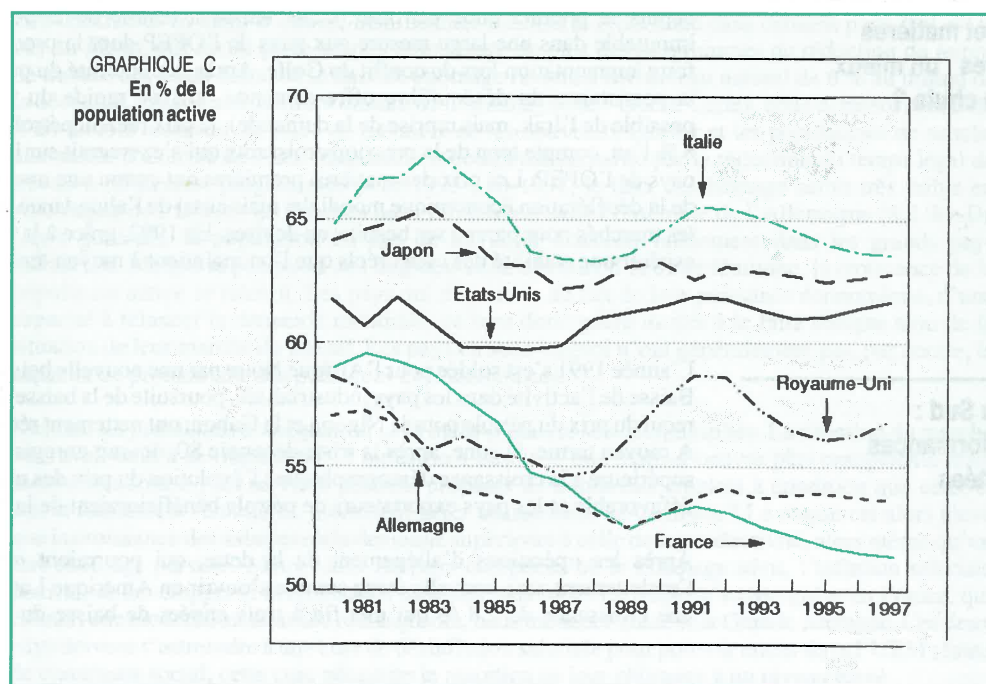
### Une reprise molle

Au total, le taux de croissance des pays de l'OCDE passerait de 0,9 % en 1991 à 1,7 % en 1992 puis 3 % en 1993. Le Royaume-Uni et l'Italie connaissent une nette baisse de leur taux d'inflation (tableau 3), tandis que l'Allemagne de l'Ouest continue à avoir une inflation supérieure à 4 %, ce qui l'amène à maintenir des taux d'intérêt réels élevés. Le chômage (graphique C), qui a fortement augmenté dans la zone OCDE de 1990 à 1992, commence à refluer en 1993 en Allemagne et aux Etats-Unis, mais reste à de hauts niveaux en Italie, en France, au Royaume-Uni. La situation des entreprises, dégradée par la récession de 1989 à 1991, se rétablit en 1992 et surtout en 1993. Par contre, ces années sont caractérisées par un creusement général des déficits publics, d'ampleur particulièrement importante en Allemagne et au Royaume-Uni. Enfin, les Etats-Unis retrouvent un déficit extérieur de l'ordre de 1 point de PIB, le déficit italien se creuse de façon préoccupante (plus de 1,9 point de PIB en 1993), tandis que l'excédent japonais augmente encore et que l'Allemagne retrouve, en 1993, un léger excédent.

TABLEAU 3 - Les grands pays industriels : quelques résultats significatifs

	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1997
<b>Taux d'inflation annuel :</b> (prix de la consommation)							
Allemagne de l'Ouest	5,6	2,1	2,6	3,6	4,5	4,1	3,6
France	13,3	5,8	3,0	3,1	3,1	2,8	3,2
Italie	20,3	9,5	6,4	6,4	5,6	4,8	3,5
Royaume-Uni	16,4	5,3	5,6	7,4	4,4	2,8	4,3
Etats-Unis	10,9	3,2	5,1	4,0	4,1	4,1	5,6
Japon	7,0	2,3	2,5	2,2	2,3	2,3	3,4
<b>Taux de chômage :</b> (en % de la population active)							
Allemagne de l'Ouest	3,3	8,3	6,2	5,5	6,3	6,0	4,5
Allemagne réunifiée	nd	nd	5,6	8,5	10,2	10,3	8,2
France	6,3	10,2	8,9	9,3	10,1	10,4	11,1
Italie	7,7	10,4	11,4	10,9	11,0	11,1	10,6
Royaume-Uni	5,6	11,5	5,9	8,3	10,8	11,1	10,7
Etats-Unis	7,0	7,1	5,5	6,7	6,9	6,7	5,4
Japon	2,0	2,6	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2
<b>Solde des administrations publiques :</b> (en % du PIB)							
Allemagne*	-2,9	-1,2	-1,9	-3,1	-3,3	-2,5	-0,9
France	-0,0	-2,7	-1,5	-2,2	-2,3	-2,1	-1,9
Italie	-8,0	-14,1	-10,9	-10,5	-10,5	-10,4	-8,3
Royaume-Uni	-3,4	-2,9	-0,7	-1,7	-4,7	-5,7	-2,7
Etats-Unis	-1,3	-3,4	-2,5	-3,0	-3,5	-3,1	-2,9
Japon	-4,4	-0,9	2,7	2,5	1,7	1,2	1,6
<b>Solde courant</b> (en % du PIB)							
Allemagne*	-1,7	2,7	3,2	-1,3	-0,5	0,3	0,7
France	-0,6	0,0	-1,1	-0,6	-0,6	-0,6	-0,4
Italie	-2,5	-1,1	-1,3	-1,8	-1,9	-1,9	-2,1
Royaume-Uni	1,4	1,0	-2,8	-1,0	-0,9	-1,0	-0,8
Etats-Unis	0,1	-2,9	-1,7	-0,2	-1,0	-1,2	-1,8
Japon	-1,0	3,6	1,2	2,2	2,8	2,8	2,7

\*Allemagne de l'Ouest avant 1989, Allemagne réunifiée depuis 1990.  
Source : modèle MIMOSA, CEPII-OFCE



Source : modèle MIMOSA, CEPII-OFCE.

## Europe de l'Est (2) : quelques poignées de dollars

En 1991, la situation en Europe de l'Est s'est fortement dégradée sous l'effet des réformes économiques, des politiques de stabilisation et de l'effondrement du CAEM. L'année 1992 ne voit pas d'amélioration notable pour l'ensemble de la zone. La CEI risque de connaître une année au moins aussi noire que la précédente car l'effondrement des liens économiques et les conflits entre les Républiques viendront s'ajouter aux effets, d'abord défavorables, de la thérapie de choc entreprise en Russie. Dans les autres pays, les coûts sociaux de la récession conduiront sans doute les gouvernements à des politiques moins restrictives. Dans les pays les plus avancés dans les réformes, la baisse de production devrait être moindre que celle de 1991, grâce aux premiers développements du secteur privé. Ces pays ne renoueraient avec la croissance qu'à partir de 1993.

En 1991, l'ouverture des pays de l'OCDE aux produits de l'Est a été importante, favorisée par la signature de nombreux traités commerciaux. Celle-ci pourrait se trouver ralentie car, même si les exportations de l'Est restent faibles, elles concurrencent des secteurs sensibles et suscitent d'autant plus de réactions que la croissance des pays industrialisés est faible. De plus, on ne peut pas exclure une certaine réaction des pays de l'Est eux-mêmes dont l'ouverture a entraîné une concurrence accrue sur le marché intérieur qui, face à l'inadéquation des produits locaux et à la préférence des consommateurs pour les biens étrangers, a évincé une partie de l'industrie nationale.

A moyen terme, la croissance et l'insertion dans le commerce mondial des pays de l'Est dépendront de leur capacité à réformer leurs économies, mais aussi de la possibilité de renouveler un stock de capital obsolète et insuffisant, par l'importation de biens d'équipement de l'Ouest. Leurs revenus d'exportation ne suffisent pas à couvrir ces besoins. Les financements extérieurs seront-ils suffisants ? Dans un précédent rapport (3), nous avons tracé un scénario dans lequel les pays de l'Est recevaient des flux de capitaux importants, représentant 2,3 % de leur PIB en l'an 2000. Des aides et des crédits publics favorisaient dans un premier temps la stabilisation de ces économies, dont les premiers progrès donnaient confiance aux investisseurs qui prenaient alors le relais des financements publics. Aujourd'hui, l'éclatement de l'ex-URSS, et la lenteur avec laquelle les effets bénéfiques des réformes se produisent, incitent les investisseurs privés à la plus grande prudence. Les crédits bancaires ont fortement diminué et les investissements directs représenteraient un peu moins de 2 milliards de dollars en 1991, en dépit d'une législation de plus en plus favorable aux investisseurs étrangers. A l'exemple de la Pologne, les prêts extérieurs pourraient se ralentir si la situation ne se stabilise pas rapidement et si les déficits budgétaires continuent de se creuser. Devant ces reports de financements, la confiance des investisseurs privés pourrait être refroidie.

Le présent scénario suppose que, malgré la stabilisation qui pourrait avoir lieu en 1994 pour l'ensemble de la zone, les flux de financement restent faibles (1,2 % du PIB pour l'Europe centre-orientale et 0,7 % pour la CEI). Les exportations croîtraient alors à 4,7 % par an. Les importations manufacturières pourraient augmenter de 5,3 % par an. Ces importations permettraient une croissance de 3,5 % dans la deuxième partie de la décennie qui n'effacerait pas la dépression des années 1990-93. En 1997, le PIB de la zone resterait inférieur de 15 % à son niveau de 1989.

## Pétrole et matières premières : un mieux après la chute ?

En 1991, le prix du baril de pétrole a baissé de 20 %, atteignant ainsi un des niveaux les plus bas depuis le premier choc pétrolier. Cette baisse a résulté de la persistance d'un excès d'offre, imputable dans une large mesure aux pays de l'OPEP dont la production n'a pas fléchi après sa forte augmentation lors du conflit du Golfe. Après une stabilité du prix nominal en 1992, du fait de la persistance du déséquilibre offre-demande (arrivée rapide du Koweït sur le marché, retour possible de l'Irak, mais reprise de la demande), le prix réel du pétrole augmenterait à un rythme de 8 % l'an, compte tenu de la pression croissante qui s'exercerait sur les capacités de production des pays de l'OPEP. Les prix des matières premières ont connu une nouvelle baisse en 1991 en raison de la décélération économique mondiale, mais aussi de l'abondance de l'offre, la CEI ayant inondé les marchés pour parer à ses besoins en devises. En 1992, grâce à la reprise de la demande, on peut espérer une stabilité des cours réels que l'on maintient à moyen terme.

## Pays du Sud : des performances contrastées

L'année 1991 s'est soldée pour l'Afrique Noire par une nouvelle baisse du PIB par tête (-0,5 point). Baisse de l'activité dans les pays industrialisés, poursuite de la baisse du prix des produits primaires, recul du prix du pétrole pour le Nigéria et le Gabon, ont nettement réduit ses recettes commerciales. A moyen terme, la zone, après la triste décennie 80, devrait enregistrer une croissance faiblement supérieure à la croissance démographique : l'évolution du prix des matières premières serait moins défavorable et les pays exportateurs de pétrole bénéficieraient de la hausse de son prix.

Après les opérations d'allègement de la dette, qui pourraient marquer la fin de la crise de l'endettement, une nouvelle étape semble s'ouvrir en Amérique Latine : son PIB a connu en 1991 une croissance de 2,8 % qui met fin à trois années de baisse du revenu par tête. Les tensions

(2) L'Est comprend ici la CEI mais exclut l'ex-RDA.

(3) Cf "Economie mondiale 1990-2000 : l'impératif de croissance", Economica, 1992.



inflationnistes se relâchent quelque peu. La région a bénéficié de la forte baisse des taux d'intérêt américains qui réduit le coût du service de sa dette et augmente ainsi sa capacité d'importation. Elle est devenue importatrice nette de capitaux, en raison du différentiel de taux d'intérêt avec les Etats-Unis, du retour des capitaux et d'importants investissements directs. Ces développements créent les conditions d'une légère accélération de la croissance (en moyenne de 4 % par an de 1993 à 1997). Reste à consolider la stabilité économique et politique, et particulièrement à réduire les inégalités et la pauvreté, dont l'augmentation a été l'un des tributs payés lors de la «décennie perdue» des années quatre-vingt.

Dans le Monde arabe, l'année 1991 a été marquée par la guerre du Golfe : alors qu'au Koweït et en Irak, le PIB a baissé de plus de 50 %, les autres pays du Golfe ont connu des croissances soutenues grâce à la hausse de leur production pétrolière. La baisse du prix du pétrole et les versements pour financer la guerre se sont soldés par un déficit courant record de 43 milliards de dollars. L'année 1992 s'annonce sous de meilleurs auspices, avec la reprise de l'activité au Koweït et en Irak, et l'accélération de la croissance en Iran. Dans les années à venir, la croissance reviendrait à un rythme de 4 % l'an. Avec la diminution des risques politiques, les pays pétroliers de la région bénéficieraient d'une relance des investissements en infrastructures. La hausse du prix du pétrole permettrait à la région de retrouver un excédent courant en 1997.

Les NPI ont connu, en 1991, une croissance vive, supérieure à 7 %. Taïwan et Hong-Kong ont bénéficié de la forte reprise en Chine populaire. En Corée, la hausse du PIB a dépassé 9 %, soutenue par une demande interne en forte expansion mais accompagnée de tensions inflationnistes persistantes et du creusement du déficit courant. En 1992 le refroidissement de l'économie coréenne devrait réduire légèrement la croissance des NPI. A moyen terme, la croissance des quatre Dragons serait de 7 % par an en moyenne. Les autres pays d'Asie ont connu une croissance plus modérée (5 % en 1991). Alors que l'Asie du Sud subissait un ralentissement par rapport à 1990 - conséquence de la guerre du Golfe -, les pays du Nord, notamment la Chine (7 %), voyaient leur croissance rebondir. L'Asie du Sud-Est, dont la croissance a été très vive ces dernières années, a souffert de la décélération de l'activité mondiale, de la réduction des investissements directs et de catastrophes naturelles. En 1992, la croissance devrait s'accélérer, tous les pays de la zone bénéficiant de la reprise dans les pays industrialisés. A moyen terme la croissance de ces économies s'établirait à 6 % par an en moyenne. Malgré de bonnes performances à l'exportation, la zone conserverait un déficit courant de près d'un point de PIB.

## 10

### Les contraintes structurelles de moyen terme

Tournons-nous maintenant vers la situation à moyen terme des grands pays industrialisés. Dans notre scénario, leur croissance apparaît relativement médiocre : 2,7 % pour l'ensemble de l'OCDE de 1991 à 1997, dont 3,4 % pour le Japon, 2,7 % pour la CE, 2,5 % pour les Etats-Unis. Ceci s'explique par des contraintes d'offre et de demande, d'une intensité variable selon les pays, mais qui se renforcent par le jeu des interdépendances entre nations.

#### *Une offre de travail en ralentissement et partiellement inadaptée à la demande*

Des ressources en main-d'oeuvre insuffisantes freinent la croissance dans certains pays. Tel est le cas du Japon, qui est au plein-emploi et envisage de plus des programmes de réduction du temps de travail, des Etats-Unis, où le taux de chômage revient à son niveau naturel de 6 % au milieu de la décennie, et dans une moindre mesure de l'Allemagne de l'Ouest. Certes, cette dernière bénéficie d'un double réservoir de force de travail avec les nouveaux Länder et les populations de souche allemande d'Europe de l'Est. Mais ceci est compensé en partie par la réduction du temps légal de travail à 35 heures, programmée pour 1995 : en 1997, le taux de chômage serait très faible en Allemagne de l'Ouest (4,5 %) et en nette diminution dans l'ensemble de l'Allemagne (8,2 %). De façon générale, la population en âge de travailler s'accroît faiblement dans les grands pays industriels. Malgré la poursuite de l'augmentation des taux d'activité féminine, la croissance de la population active se ralentit. Les pays qui disposent, du fait de leur puissance économique, d'une capacité à relancer la demande mondiale, ne sont donc guère incités à le faire compte tenu de la situation de leur marché du travail. Les pays en sous-emploi n'ont généralement pas, par contre, la capacité de promouvoir des politiques expansionnistes.

De plus, les problèmes d'adéquation de la main-d'oeuvre se sont multipliés. La situation du marché du travail tend à se fragmenter : l'industrie a besoin d'une main-d'oeuvre plus compétente mais moins nombreuse ; les services peuvent proposer de nombreux emplois à condition que ceux-ci soient faiblement rémunérés. Comment gérer socialement ce dualisme ? Le risque est alors élevé que la croissance des salaires réels devienne supérieure à celle de la productivité, alors même qu'un fort chômage persiste. Même dans les pays européens où le chômage sévit, l'inflation salariale pourrait se développer si la croissance devenait plus forte. Le risque n'existe guère en France, qui connaît une modération salariale remarquable, mais menace l'Italie et la Grande Bretagne. Ces deux pays doivent s'astreindre à une cure de désinflation salariale pour pouvoir entrer dans l'UEM ; faute de consensus social, cette cure nécessite le maintien de leur chômage à un niveau élevé.

### Les limites d'une croissance extensive en capital

Le niveau du stock de capital est également susceptible de contraindre la croissance. La croissance des dernières décennies a été de plus en plus gourmande en capital. La baisse tendancielle de la durée du travail et la substitution à un rythme rapide des machines aux hommes n'expliquent qu'en partie cette évolution. Une augmentation de 1 % de la croissance de l'offre due à la seule contribution du capital - c'est-à-dire à niveau d'emploi constant - nécessiterait à l'horizon 2000 que les taux d'investissement soient multipliés par presque deux : de tels sauts paraissent invraisemblables. En conséquence, une forte hausse de l'accumulation du capital ne peut être vraiment efficace que dans les pays où existent des ressources de main-d'oeuvre inemployées. Encore faut-il qu'elle s'accompagne d'une amélioration du capital humain, ce qui requiert du temps. Travail qualifié et capital deviennent en effet de plus en plus complémentaires en se substituant au travail non qualifié. Les taux d'investissement (tableau 4) ayant déjà atteint des niveaux élevés à la veille de la récession de 1991 et l'expansion des débouchés ne connaissant pas d'accélération, la projection aboutit à une quasi-stabilité des taux d'investissement.

TABLEAU 4 - Taux d'investissement productif (en % du PIB)

	Etats-Unis	Japon	Allemagne de l'Ouest	France	Italie	Royaume-Uni
1980	12,3	18,6	12,9	12,2	11,8	11,8
1985	12,9	19,8	12,5	10,8	11,7	12,2
1990	12,8	26,5	15,0	13,1	13,5	13,4
1995	13,5	26,6	15,8	13,0	13,2	13,2
2000	13,8	26,4	16,1	13,2	13,1	13,2

Source : modèle MIMOSA, CEPII-OFCE.

La productivité globale des facteurs a crû fortement jusqu'en 1973 (tableau 5). Les taux de croissance sont en général plus faibles de moitié depuis : malgré la reprise de la croissance, la rupture introduite par le premier choc pétrolier a été durable. Les diverses explications proposées de cette baisse d'efficacité - augmentation du prix du pétrole, épuisement des gains de productivité dus au taylorisme, sous-accumulation du capital public - demeurent partielles. Exception notable, l'industrie britannique a vu, au cours de l'ère Thatcher, sa productivité du travail s'accroître nettement grâce à la réorganisation de la production qui a suivi la profonde récession de 1980-81 et au changement des rapports de force dans les entreprises.

TABLEAU 5 - Evolution de la productivité des branches marchandes (productivité globale des facteurs)

En % par an	1973/1960	1979/1973	1989/1979
Etats-Unis	2,2	0,4	0,9
Japon	3,2	1,5	1,6
Allemagne de l'Ouest	3,2	2,2	1,2
France	3,3	2,0	2,1
Royaume-Uni	2,2	0,5	1,8
Ensemble de l'OCDE	2,8	0,6	0,7

Source : modèle MIMOSA, CEPII-OFCE.

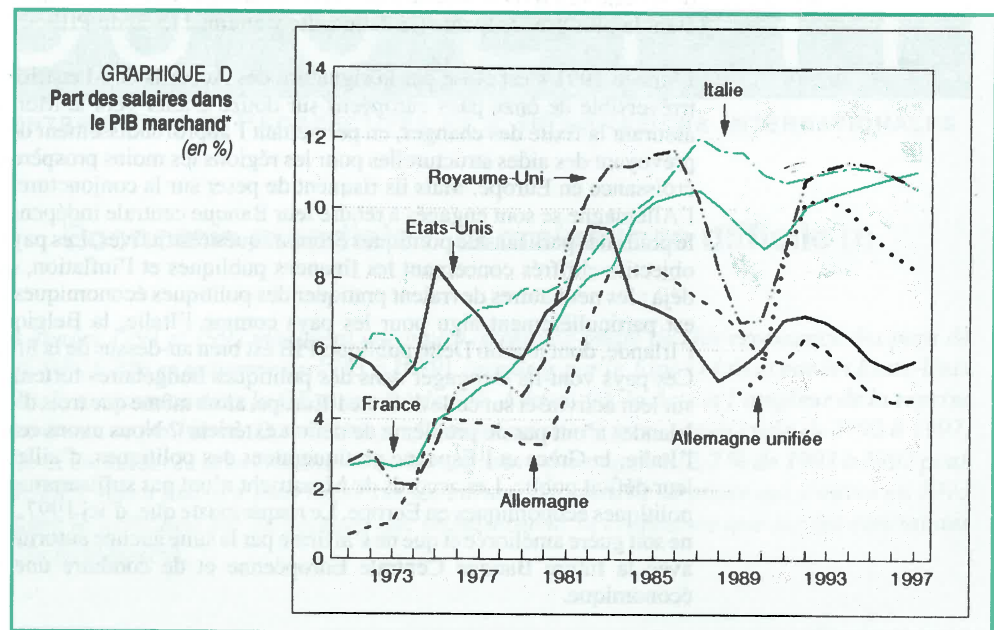
Notre projection prolonge la tendance des années quatre-vingt pour la productivité du travail, sauf en France et, dans une moindre mesure, en Italie. En France, le rythme de productivité fléchit dans le tertiaire, ce qui traduit l'effet des politiques des dernières années visant à modérer le coût du travail non qualifié pour favoriser l'emploi. En Italie, les forts gains de productivité enregistrés dans les années quatre-vingt, liées à la restructuration de l'industrie et à une croissance relativement soutenue, ne se poursuivent pas, car la croissance, après la pause de 1990-1991, ne reprend que faiblement (tableau 6).

TABLEAU 6 - Evolution de la productivité du travail

En % par an	INDUSTRIE		SECTEUR ABRITE	
	1989/1979	1997/1990	1989/1979	1997/1990
Etats-Unis	3,7	3,1	0,4	0,9
Japon	5,7	4,2	2,1	2,0
Allemagne de l'Ouest	2,1	2,2	2,4	2,5
France	3,6	3,7	2,8	1,3
Italie	4,4	2,5	0,3	1,1
Royaume-Uni	4,7	4,9	1,5	1,6

Source : modèle MIMOSA, CEPII-OFCE.

L'évolution de l'offre borne la croissance au Japon et à moyen terme, aux Etats-Unis et en Allemagne de l'Ouest. Des marges de manœuvre existent dans les pays d'Europe qui continuent de souffrir du chômage, mais leur utilisation nécessiterait une accélération de la demande, elle-même problématique : en 1997, le taux de chômage dépasse 10 % en France, en Italie et au Royaume-Uni.



\* y compris cotisations sociales et salaires fictifs des entrepreneurs individuels - Source : modèle MIMOSA, CEPII-OFCE.

### *Une demande contrainte par la demande privée et la rentabilité des entreprises...*

La première contrainte qui s'exerce sur la demande tient à la répartition des revenus entre entreprises et ménages ; une part salariale trop élevée signifie des profits trop faibles pour financer l'investissement, une part salariale trop réduite risque d'induire une consommation et donc une demande insuffisantes. Dans notre projection, la part des salaires dans la valeur ajoutée décline ou se stabilise (graphique D). Cette stabilité jointe à celle des transferts maintient la consommation des ménages proche, en part du PIB, de son niveau des années quatre-vingt. Sauf en Italie, en raison de la désinflation, l'épargne des ménages ne manifeste plus de tendance à la baisse. L'impulsion de la croissance ne peut provenir alors d'une augmentation de la demande des ménages.

Par ailleurs, la rentabilité des entreprises doit être suffisante pour permettre l'accumulation du capital sans dérapage du ratio d'endettement. Or les taux d'intérêt restent élevés alors même que l'efficacité du capital tend à décliner. Il en résulte une hausse de la part des profits requis pour une croissance donnée. Au Royaume-Uni, la situation financière des entreprises demeure fragile, malgré un redressement de leur capacité de financement, étant donnée la lourde charge de l'endettement passé. Au contraire, en France, les forts niveaux des profits permettent la poursuite du désendettement engagé au cours des années quatre-vingt. Celui-ci est remis en cause en Allemagne où le coût financier de la réunification est mal accepté par les salariés. Aux Etats-Unis, l'amélioration de la situation des entreprises est moins forte et reste conditionnée par la reprise d'émission nette d'actions se substituant aux crédits bancaires. Une croissance plus vigoureuse serait soutenable pour les entreprises en France et dans une moindre mesure aux Etats-Unis. Dans les autres pays, l'amélioration des finances publiques est souvent obtenue au détriment de la situation des entreprises et la contrainte liée à la rentabilité des entreprises ne peut être desserrée.

La croissance modérée permet une convergence des taux d'inflation entre 3 et 4 % dans la période 1996-97 ; seuls les Etats-Unis sont au-dessus avec une inflation de 5,6 %. Les contraintes de la marche vers l'UEM empêchent des pays comme l'Italie ou le Royaume-Uni de pratiquer des politiques plus expansionnistes et donc plus inflationnistes. Tout au long de la période, le taux d'inflation allemand reste au-dessus du taux français, ceci étant renforcé au début par des hausses de taxes indirectes en Allemagne et des baisses en France, puis par la divergence des taux de chômage.

### *... par l'assainissement des comptes publics...*

Dans de nombreux pays, la volonté d'assainissement des finances publiques conduit à une politique budgétaire restrictive. L'effort porte surtout sur les dépenses, sauf en Allemagne où les transferts s'alourdissent à cause du chômage à l'Est. L'investissement public se stabilise en part du PIB, sauf au Japon où un programme d'infrastructures publiques a été décidé pour la décennie. L'Allemagne et l'Italie recourent à d'importantes augmentations d'impôts pour réduire leur déficit public. Ailleurs, le taux des prélèvements obligatoires reste quasiment stable. Au cours des années quatre-vingt, la dynamique de la dette publique fut souvent explosive du fait du niveau élevé des

taux d'intérêt par rapport au taux de croissance. La gestion de la dette est ainsi entraînée dans un cercle vicieux. Pour ne pas nourrir la dynamique de la dette, la politique budgétaire devient restrictive et pèse sur la croissance économique, engendrant un chômage élevé et une stagnation des recettes fiscales. Dans notre projection, le poids de la dette diminue au Japon. Ailleurs, le ratio de la dette au PIB continue de s'élever, la croissance de l'endettement des administrations italiennes étant la plus préoccupante (la dette nette y atteint 115 % du PIB en 1997 contre 97 % en 1991).

L'année 1991 s'est close par la signature des Accords de Maastricht qui marquent l'engagement irréversible de onze pays européens sur douze d'aller vers la Monnaie Unique. Ces accords, en assurant la fixité des changes, en permettant l'approfondissement de l'intégration économique, en prévoyant des aides structurelles pour les régions les moins prospères, peuvent favoriser à terme la croissance en Europe. Mais ils risquent de peser sur la conjoncture d'ici 1997 : les partenaires de l'Allemagne se sont engagés à rendre leur Banque centrale indépendante ; ceci risque de renforcer le poids des partisans de politiques économiques restrictives. Les pays européens se sont fixé quatre objectifs chiffrés concernant les finances publiques et l'inflation, que trois seulement atteignent déjà ; les neuf autres devraient pratiquer des politiques économiques plus restrictives. Le problème est particulièrement aigu pour les pays comme l'Italie, la Belgique, les Pays-Bas, la Grèce et l'Irlande, dont le ratio Dette publique/PIB est bien au-dessus de la limite de 60 % fixée par l'accord. Ces pays vont-ils s'engager dans des politiques budgétaires fortement restrictives, qui pèseraient sur leur activité et sur celle de toute l'Europe, alors même que trois d'entre eux (Pays-Bas, Belgique, Irlande) n'ont pas de problème de déficit extérieur ? Nous avons retenu ici l'hypothèse que seules l'Italie, la Grèce et l'Espagne pratiqueraient des politiques, d'ailleurs modérées, de réduction de leur déficit public. Les accords de Maastricht n'ont pas suffisamment organisé la coordination des politiques économiques en Europe. Le risque existe que, d'ici 1997, la qualité de cette coordination ne soit guère améliorée et que ne s'affirme par la suite aucune autorité politique capable de dialoguer avec la future Banque Centrale Européenne et de conduire une stratégie active de politique économique.

### ... par l'équilibre extérieur et la gestion du taux de change

Les taux d'intérêt américains et japonais remontent à l'issue de l'actuelle récession (tableau 2). En Europe, une baisse sensible du taux d'intérêt allemand ne se ferait sentir qu'après 1993. La crédibilité de la marche vers l'UEM permettrait une lente convergence des taux d'intérêt, la livre et surtout la lire conservant longtemps des primes de risques importantes. Le compte incorpore une appréciation du yen par rapport au dollar (de 2 % par an) et une stabilité des monnaies européennes par rapport au dollar : la Bundesbank maintient une politique monétaire rigoureuse et l'excédent allemand réapparaît alors que le déficit américain se creuse.

Les pays tels que le Royaume-Uni, dont la spécialisation est médiocre, la France, qui a un fort besoin de croissance compte tenu de son chômage, l'Italie, qui connaît une inflation forte, ont une tendance chronique au déficit commercial. Ces pays ayant renoncé, depuis le dernier réajustement de 1987 du SME, à la dépréciation du taux de change, dont l'efficacité est mise en doute, il leur est difficile de résorber ce déséquilibre autrement que par une gestion macro-économique restrictive. Dans notre scénario, ces trois pays ont la croissance maximale compatible avec une quasi-stabilité de leur déficit courant. Au contraire, le déficit américain réapparaît avec la reprise et l'Allemagne renoue avec ses excédents.

*Dans la décennie à venir, les contraintes pesant sur les politiques économiques sont lourdes. Que ce soit pour lutter contre l'inflation en Allemagne, au Japon et en Italie, pour conserver une parité fixe avec le mark dans les pays de la CE et de l'AELE, pour attirer les capitaux étrangers qui vont financer la dette en Italie et aux Etats-Unis, enfin parce que les pays se refusent aujourd'hui à pratiquer une forte inflation pour apurer les dettes en spoliant les prêteurs, les taux d'intérêt réels de long terme restent souvent élevés. Ces taux nécessitent que les entreprises dégagent de forts profits, ce qui pèse sur les salaires, donc sur la consommation. En outre, il n'apparaît guère de marge de manoeuvre dans chaque pays pris isolément pour mettre en oeuvre une politique budgétaire de croissance puisque tout dérapage se solderait par une augmentation de la dette publique ou un déficit extérieur excessif. Au total, la croissance mondiale manque d'impulsion vigoureuse comme le furent naguère la relance Reagan, le contre-choc pétrolier, le boom au Royaume-Uni, la réunification allemande. De plus, une croissance vigoureuse a un fort contenu en biens d'équipement, donc bénéficie en priorité à l'Allemagne de l'Ouest et au Japon, déjà proches du plein-emploi ; ce n'est pas gênant pour le Japon dont le taux de change peut s'apprécier ; mais, en Allemagne, les tensions sur le marché du travail provoquent une réaction de la Bundesbank qui bride la croissance dans les pays du SME. Quant aux pays de l'Est et du Sud, le risque majeur n'est pas qu'un investissement massif ne fasse monter les taux d'intérêt mondiaux mais plutôt que leur désorganisation, les incertitudes politiques et sociales, les réticences des gouvernements occidentaux à leur fournir une aide publique massive n'en éloignent les investisseurs privés. Nous avons rappelé les problèmes d'offre et d'efficacité dont souffrent les économies des pays industrialisés. A l'échelle mondiale, le problème des années à venir est celui de l'insuffisance d'investissement, par manque de rentabilité et de perspectives de croissance, et non celui de l'insuffisance d'épargne, qui signifierait une demande trop forte. Tels nous semblent être les défis structurels qui se posent à moyen terme à l'économie mondiale au-delà de la longueur de la conjoncture de 1992.*



#### Rédaction :

Centre  
d'études prospectives  
et d'informations  
internationales,  
9, rue Georges-Pitard  
75015 Paris  
Tél. (1) 48.42.64.64  
Télécopie (1) 48.42.59.12

Rédacteur en chef :  
Anton Brender.

Réalisation :  
Annick Hutteau.

Diffusion :  
La Documentation Française.

Abonnement d'un an  
(8 numéros) : 190 F (France),  
220 F (Etranger),  
28 F (suppl. pour envoi  
par avion).

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

Règlement à réception  
de la facture.

Directeur de la publication :  
Anton Brender.

ISSN 0243-1947

CPPP numéro 1462 AD.  
2ème trimestre 1992  
mai 1992

Imp. SNLIR - IVRY

Imprimé en France

# PREMIER MINISTRE

SECRETARIAT D'ÉTAT CHARGÉ DU PLAN

CENTRE D'ÉTUDES PROSPECTIVES  
ET D'INFORMATIONS INTERNATIONALES

9, RUE GEORGES-PITARD, 75015 PARIS

TÉL : 48 42 64 64  
TÉLÉCOPIE : 48 42 59 12

Réf; 1992.IX.261/L AH

PARIS, LE 29 mai 1992

## ERRATUM

### LA LETTRE DU CEPII N° 103-104, MAI-JUIN 1992

- Le titre complet du graphique C (7ème page) est :

*"Taux de chômage, en % de la population active"*

- Les courbes de ce graphique ont été montées par erreur sur le graphique D (11ème page) et inversement.

La Rédaction