

Economie mondiale : la croissance difficile

Equipe MIMOSA *

L'article présente une projection de l'économie mondiale à l'horizon 1997 réalisée à l'aide du modèle MIMOSA, construit et géré conjointement par le CEPII et l'OFCE.

Les années 1991-92 marquent une pause après la vive croissance de la fin des années quatre-vingt impulsée par le contre-choc pétrolier. Apparue dès 1989 dans les pays anglo-saxons, la récession a atteint un an plus tard les pays d'Europe continentale puis, en 1991, le Japon. 1992-1993 seront des années de reprise molle : le taux de croissance des pays de l'OCDE passera de 0,6 % en 1991 à 1,7 en 1992 puis à 3,0 en 1993. Aux Etats-Unis, en l'absence de soutien budgétaire, la reprise ne pourra être forte, d'autant plus que le relâchement de la politique monétaire n'a que peu d'effets sur la consommation des ménages, ceux-ci préférant se désendetter plutôt que d'augmenter leurs dépenses de consommation ; la croissance y atteindra 1,9 % en 1992 puis 2,7 en 1993. Les effets expansionnistes directs de la réunification allemande étant désormais épuisés, les mesures de financement de la reconstruction de l'ex-RDA et la politique monétaire restrictive d'accompagnement continueront, en 1992 et 1993 à peser sur la croissance allemande et donc sur la croissance européenne, laquelle s'élèvera en 1992 à 1,6 et 2,9 % en 1993.

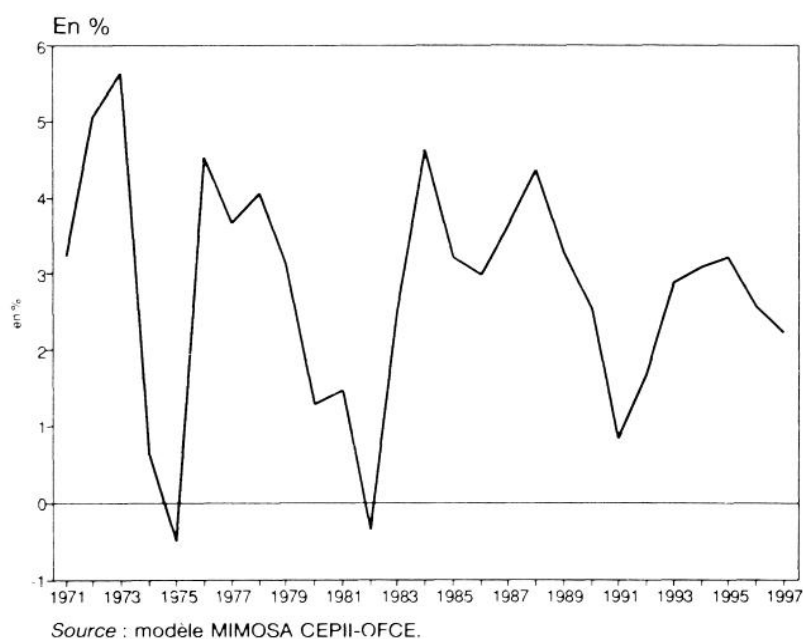
Les performances en matière d'inflation seront bonnes dans le CEE à l'exception de l'Allemagne, du fait de tensions salariales persistantes. Maintenu aux environs de 3 % en France, la croissance des prix à la consommation atteindra par contre 4,5 puis 4,1 % outre-Rhin en 1992 et 1993. Aucune pression inflationniste majeure n'apparaîtra aux Etats-Unis.

A moyen terme, la croissance manquera de moteur. De l'ordre de 2,7 % pour l'ensemble des pays de l'OCDE entre 1992 et 1997, dont 3,4 % pour le Japon, 2,7 pour la CEE et 2,5 % pour les Etats-Unis, la croissance butera sur des contraintes d'offre aux Etats-Unis, au Japon et en Allemagne, alors que dans les pays à fort taux de chômage (Italie, Royaume-Uni, France), la politique économique restera contrainte par la nécessité de ne pas détériorer les déficits extérieurs ou publics.

* Cet article reprend la projection présentée au VIII^e Colloque de réflexion économique organisé par la Délégation pour la planification du Sénat. Il a été réalisé 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 STERDYNIK est composée de Jean-Pierre CHAUFFOUR, Murielle FIOLE, Emmanuel FOURMANN, Hélène HARASTY, Hélène LANGIN, Frédéric LERAIIS et Sébastien PARIS-HORVITZ.

Les années 1991 et 1992 marquent une pause après une phase de vive croissance des pays de l'OCDE (3,7 % de croissance annuelle moyenne de 1983 à 1989), impulsée par le Japon (4,6 % de croissance) et par les Etats-Unis (3,8 % de croissance), la croissance des pays de la CE ayant été de 3 % (graphique 1). A la mi-92, la date et l'ampleur de la reprise économique posent encore problème. Selon notre projection, qui décrit un nouveau cycle économique de 1992 à 1997, celle-ci serait modérée et la croissance moins soutenue que naguère (2,7 % de 1993 à 1997 pour l'OCDE). Aussi convient-il de s'interroger sur les caractéristiques de la nouvelle phase qui s'ouvre en 1993 et de faire le point tant sur les facteurs qui pourraient impulser la croissance que sur les différentes contraintes qui la freineraient.

1. Taux de croissance du PIB de l'OCDE en volume

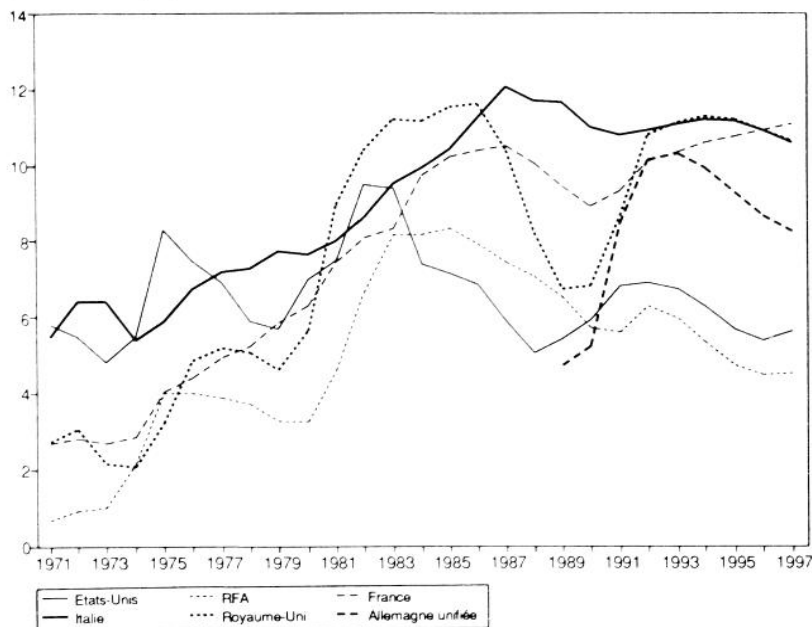


Retour sur le ralentissement de 1990

Les années 1990 et 91 marquent la fin de la période de vive croissance impulsée par le contre-choc pétrolier de 1986 : celui-ci a permis simultanément l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages, donc l'essor de la demande, et le redressement des profits. L'investissement des entreprises a pu être soutenu malgré des taux d'intérêt réels élevés. L'essor de la demande privée a permis une nette diminution des déficits publics. La croissance en Europe a ainsi pu prendre le relais de la croissance américaine. Pour l'ensemble de l'OCDE, la croissance aura été de 3,7 % en moyenne durant les années 1987-88-89, avec quelques disparités : 5,1 % pour le Japon (dont la croissance s'est poursuivie en 90) ; 3,8 % pour le Royaume-Uni (qui avait déjà

connu une vive croissance en 85 et 86) ; 3,5 % pour les Etats-Unis et la France ; 3,4 % pour l'Italie ; 3 % pour l'Allemagne (dont la croissance s'est accélérée par contre en 1990 avec la réunification). Durant cette période, le Japon et les USA ont retrouvé le plein-emploi, la Grande-Bretagne et l'Allemagne s'en sont nettement rapprochées ; par contre, l'Italie et la France ont conservé un fort chômage (graphique 2).

(en % de la population active)



2. Taux de chômage

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

Cette croissance n'apparaissait pas durable, mais pour deux raisons opposées : d'une part, l'apparition généralisée de tensions sur les capacités de production (tableau 1) montrait que l'investissement était insuffisant, compte tenu du rythme de croissance ; d'autre part, la forte poussée de l'investissement, à un rythme double de celui du PIB, n'était pas extrapolable : tôt ou tard, l'investissement devait se retourner, ce

1. Taux d'utilisation des capacités de production de l'industrie

	1986	Point haut		Dernier point connu	
Etats-Unis	79,7	84,7	Janvier 1989	77,4	Février 1992
Japon*	-2,2	10	Septembre 1990	-2	Février 1992
Allemagne	84,8	90	Juillet 1990	85,9	Janvier 1992
France	79,0	86,3	Mars 1990	81,6	Avril 1992
Italie	75,5	80,8	Avril 1990	77,8	Janvier 1992
Royaume-Uni**	48	69	Octobre 1988	29	Février 1992

* Appréciation sur l'utilisation des capacités de production.

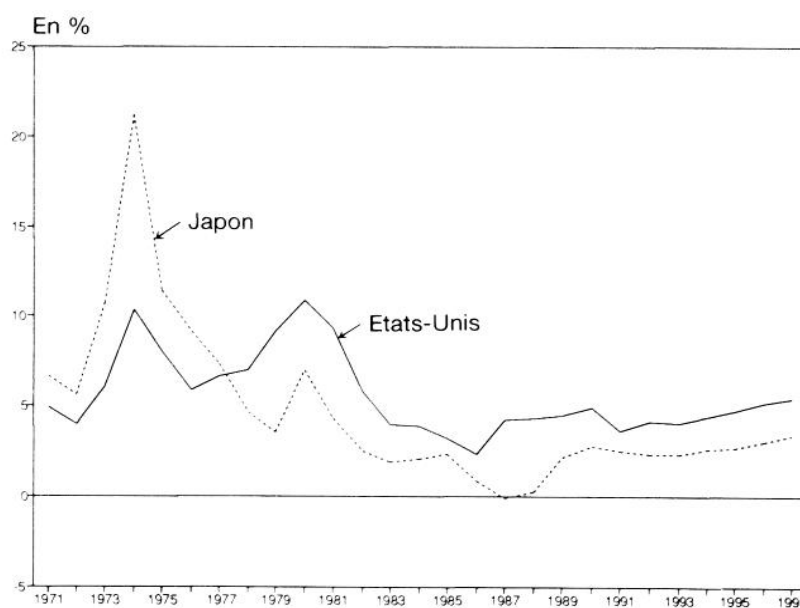
** Pourcentage des entreprises travaillant à pleine capacité.

Source : Principaux indicateurs économiques de l'OCDE.

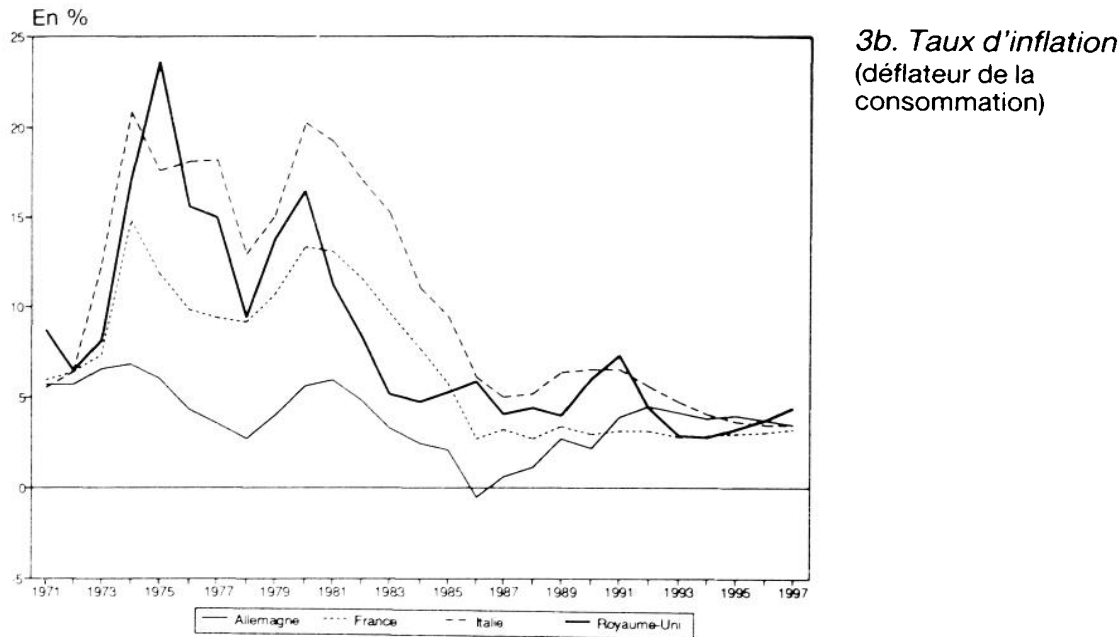
qui devait engendrer un fort ralentissement de l'activité, la consommation ne pouvant prendre immédiatement et spontanément le relais. Par ailleurs, dans de nombreux pays, la croissance de cette période a été impulsée par la chute du taux d'épargne des ménages qui, entre 1984 et 1988, fut de 5 points au Canada, en Italie, au Royaume-Uni, de 3 points en France, de 2 points aux Etats-Unis et au Japon ; là encore, la chute du taux d'épargne, qu'elle provint du ralentissement de l'inflation, des plus-values boursières, des nouvelles possibilités d'endettement, n'était pas extrapolable.

Malgré les tensions sur les capacités de production, cette période n'a guère été marquée, contrairement à ce qui a été dit, par de fortes pressions inflationnistes (graphiques 3). Comparons l'année 1989 à l'année 1985 : le taux d'inflation est plus élevé de 1,2 point aux USA ; de 1 point en RFA ; identique au Royaume-Uni ; plus bas de 0,4 point au Japon ; de 2,4 points en France. Pour l'ensemble de l'OCDE, le niveau est identique. Certes, le taux d'inflation en 89 est supérieur à celui de la période 1986-88, mais cela provient surtout de la fin de l'effet favorable du contre-choc pétrolier. Le fait est cependant que les autorités monétaires ont considéré en 1989 qu'il y avait un fort risque d'accélération de l'inflation et qu'elles ont pratiqué successivement des politiques restrictives entre mi-88 et 1990. Ceci témoigne de ce que les objectifs d'inflation sont aujourd'hui beaucoup plus bas que naguère. Aux USA, la hausse a eu lieu durant l'année 1988 : le taux d'intérêt réel de court terme est passé de 2,5 mi-87 à 5 % début 89. En Grande-Bretagne, la hausse a eu lieu à la fin de l'année 1989 : le taux d'intérêt réel est alors passé de 5 à 7,5 % début 1990. En RFA, il reste à 3 jusqu'à mi-89 puis monte jusqu' à 5,5 % en mi-90. En France, il passe de 5 en 89 à 7 % en 1990. Au Japon, le taux d'intérêt réel reste stable à 3 % avant de monter à la mi-90 à 5 %.

3a. Taux d'inflation
(déflateur de la consommation)



Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

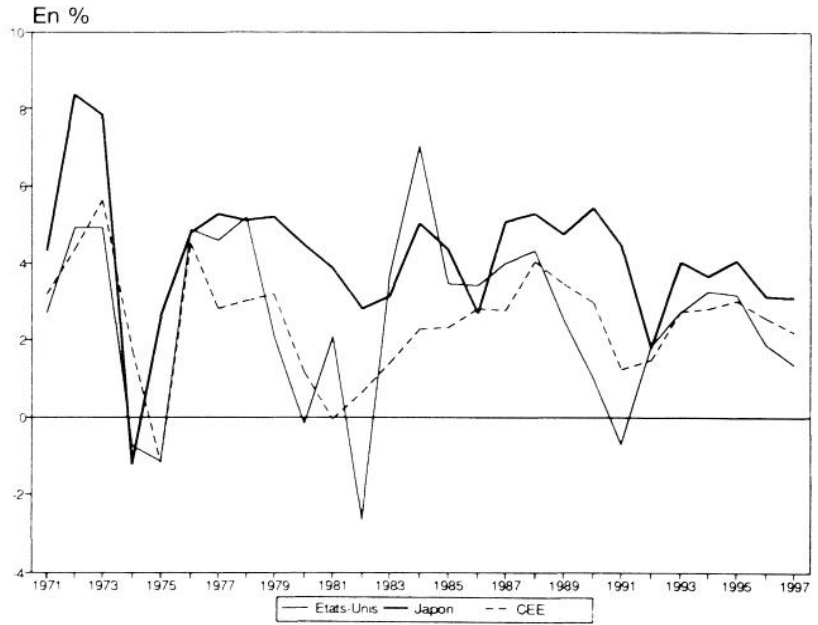


Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

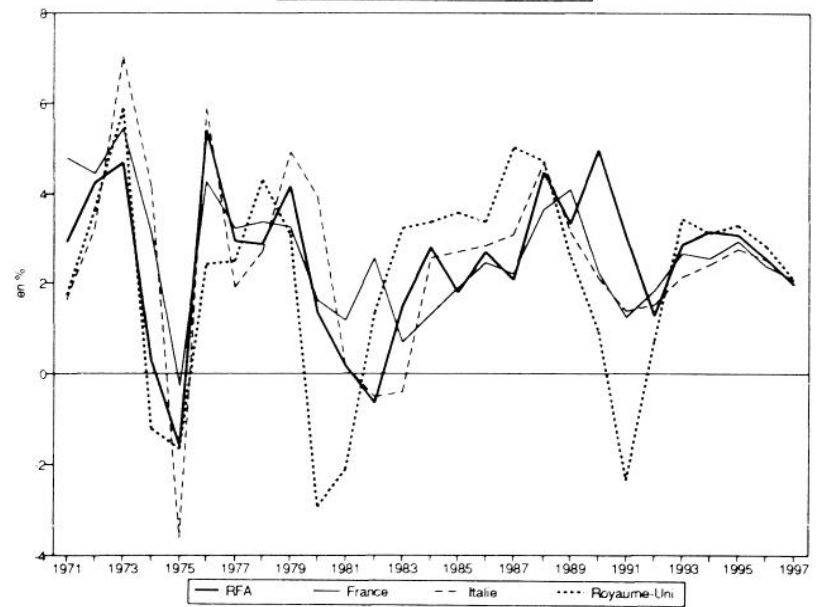
Excepté en Grande-Bretagne, la part du revenu du capital dans la valeur ajoutée est en 1989 à son plus haut niveau depuis 1974 ; ce niveau élevé est rendu nécessaire par la baisse de la productivité du capital, qui oblige les entreprises à investir plus à taux de croissance de la demande donné, et par la hausse des taux d'intérêt réels, qui les oblige à augmenter leur taux de profit pour financer cet investissement sans dégradation de leur structure de bilan. Mais il est acquis en 1989.

Le ralentissement économique a d'abord frappé les pays anglo-saxons (Etats-Unis, Grande-Bretagne, Canada) puis la plupart des pays européens, avant de s'étendre à l'Allemagne et au Japon (graphiques 4). De façon inhabituelle, il est déclenché par l'essoufflement de la consommation dans les pays anglo-saxons, où celle-ci avait été soutenue par de fortes plus-values boursières et le développement du crédit aux ménages : aux Etats-Unis, le taux de croissance de la consommation des ménages 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 dû chuter en période de ralentissement économique) ; au Royaume-Uni, le taux de croissance de la consommation 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 sans doute également contribué au retournement de l'investissement ; certes, la vive croissance de l'investissement productif des années 1988 et 1989 correspondait à une phase transitoire de hausse du rythme de croissance qui n'était pas extrapolable, mais le retournement fut particulièrement brutal. Pour l'ensemble de l'OCDE, le taux de croissance de l'investissement productif privé est ainsi passé de 10,5 % en 1988 à 8,2 % en 89, 5,0 % en 90, 0,1 % en 1991. Ce freinage de l'investissement a été particulièrement fort pour la Grande-Bretagne et relativement réduit pour l'Allemagne. Il a entraîné l'ensemble des économies dans le ralentissement, et même dans la récession pour les Etats-Unis et la Grande-Bretagne.

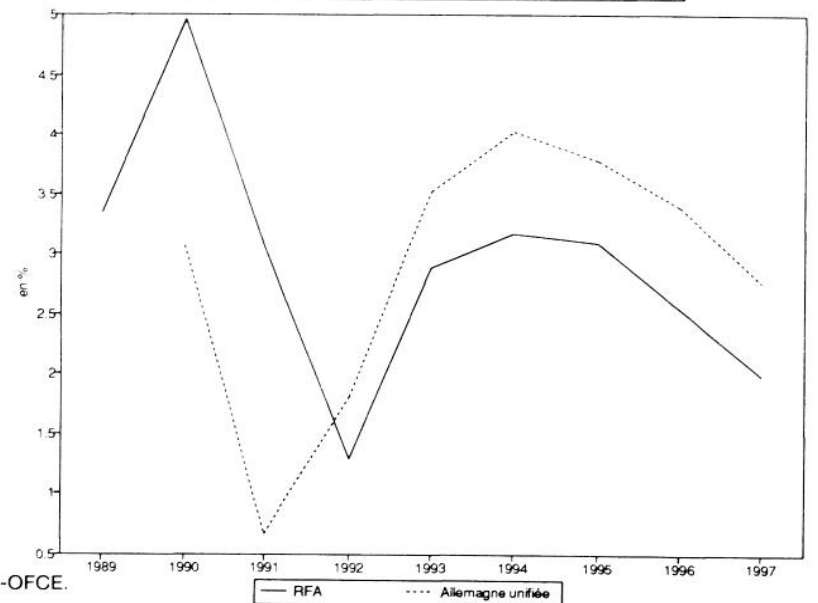
4a. Taux de croissance du PIB en volume



4b. Taux de croissance du PIB en volume



4c. Taux de croissance du PIB en volume



Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

Début 1991, la question était donc : l'économie mondiale allait-elle repartir spontanément ? Jusqu'à la fin janvier, la crise du Golfe a incité entreprises et ménages à 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 surtout 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 des agents privés 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 dans un cercle vicieux : 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 et sociales diminuent ; les taux de cotisations sociales sont accrus, ce qui pèse sur la consommation. Les ratios de déficit et de dette publics se dégradent ; le gouvernement hésite à soutenir budgétairement l'activité. L'économie touche progressivement le fond. 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 économique a gagné l'Allemagne et le Japon. Aussi tout au long de l'année, les prévisions de croissance pour 1992 et 1993 furent-elles 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 2, graphique 1), 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, tandis que le Japon et l'Allemagne de l'Ouest restaient, eux, quasiment au plein-emploi. La détérioration du marché du travail ayant pesé sur l'évolution des 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 généralement dégradée, du fait du ralentissement des gains de productivité du travail et, en Europe, du niveau élevé des taux d'intérêt réels. Les taux d'utilisation des capacités de production se sont partout fortement détendus (tableau 1). Les entreprises sont donc peu incitées à investir fortement.

Dans cette situation, la reprise peut-elle être impulsée par la politique économique ? 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. Le choix délicat qui s'ouvre en 1992 est entre la poursuite d'un certain soutien de l'activité, ne serait-ce qu'en laissant jouer les stabilisateurs automatiques, et la reprise de l'effort de remise en ordre des finances publiques. La plupart des pays choisiront un « juste »

2. Croissance mondiale

Croissance du PIB (taux annuels en %)	Moyenne	1990	1991	1992	1993	Moyenne
	1990/ 1985					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
Ex-URSS, Est hors ex-RDA	-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	3,2	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

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

milieu, même si en raison des échéances électorales passées où à venir le creusement du déficit public peut être important au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. En sens inverse, certains pays (Italie, Belgique, Pays-Bas, etc.) se sont engagés à un net effort de réduction de leur déficit et de leur dette publics, dans la perspective de l'UEM. Mais cet engagement est-il crédible ?

En situation de récession économique, les Etats-Unis ont baissé fortement leur taux d'intérêt court (tableau 3), l'amenant au voisinage de zéro en termes réels (graphiques 5) ; 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 anti-inflationniste a fait que les taux longs réels ont diminué, se situant à 3,5 points. La politique monétaire est donc apparue relativement impuissante. La France a suivi la hausse allemande, sans avoir les mêmes raisons de le faire, et connaît donc des taux d'intérêt réels de 7 points pour le court terme et de 5,5 points pour le long terme, ce qui est énorme en période de ralentissement. L'évolution divergente des taux d'intérêt a provoqué une dépréciation du dollar par rapport au mark (de l'ordre de 12 % au second semestre 91) qui est allée dans le sens des objectifs des deux pays. Les soldes

3. Variables monétaires et produits de base

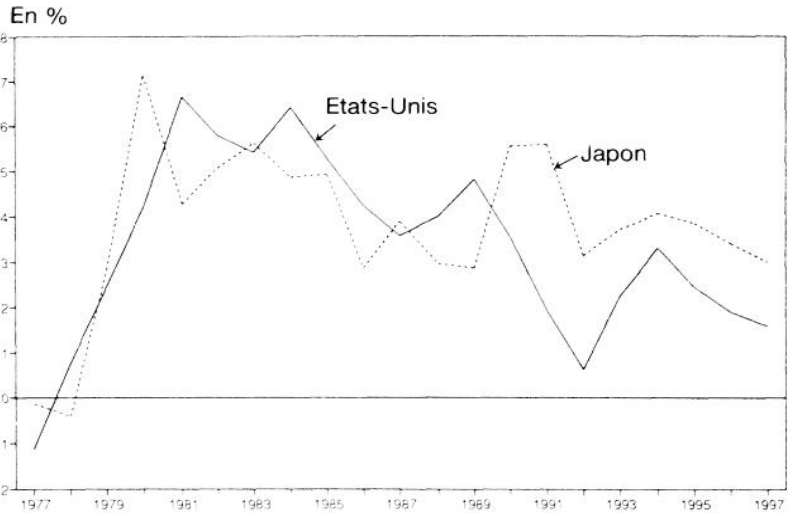
	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1997
<i>Taux de change :</i>							
Dollar en marks	1,82	2,94	1,62	1,67	1,70	1,70	1,70
Dollar en yens	227	239	145	134	133	130	120
Mark en francs	2,30	3,10	3,36	3,40	3,39	3,39	3,39
Mark en liras	471	658	740	748	750	750	750
Mark en livres	0,237	0,265	0,347	0,341	0,354	0,357	0,357
<i>Taux d'intérêt à court terme :</i>							
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	5,0	5,5	5,0
<i>Pétrole (Dubai) \$/baril</i>	29,4	28,1	20,5	16,5	16,5	17,0	25,0
Taux de croissance annuel : en %	Moyenne 1985/1980	Moyenne 1990/1985	1990	1991	1992	1993	Moyenne 1997/1991
Prix du pétrole*	2,3	- 13,5	20,7	- 20,0	- 1,5	0	5,1
Prix des matières premières industrielles	- 2,9	- 1,2	- 15,1	- 8,0	0	0	0

* Prix en dollars 89 déflatés par le prix des produits manufacturés exportés par l'OCDE.

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

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 devenue déficitaire ; en sens inverse, le déficit courant des Etats-Unis a transitoirement disparu.

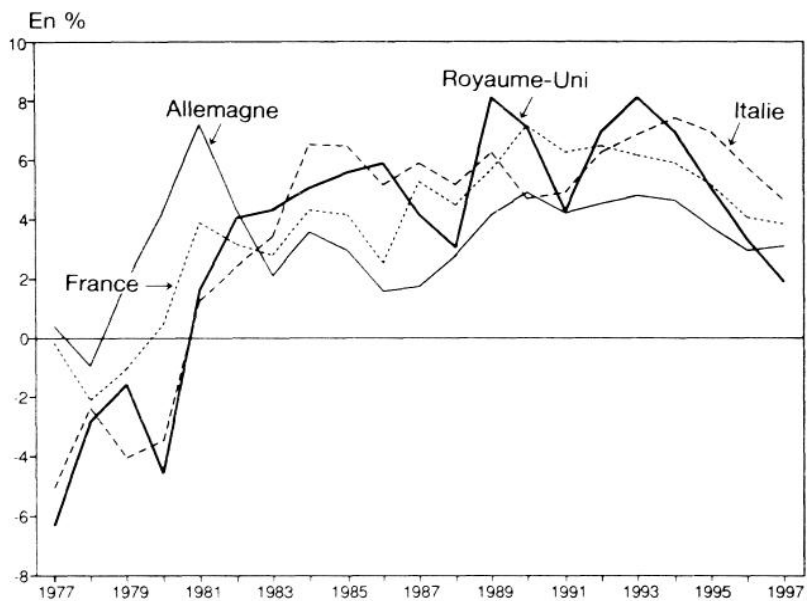
5a. Taux d'intérêt réels



* Taux du marché monétaire corrigé de la croissance des prix à la consommation

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

5b. Taux d'intérêt réels



* Taux du marché monétaire corrigé de la croissance des prix à la consommation

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

Début 1990, la réunification allemande avait suscité de grands espoirs chez les partenaires de la RFA qui voyaient se dessiner la perspective d'une nouvelle locomotive de la croissance européenne. 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 ont contribué au durcissement de la politique monétaire allemande, déjà alertée par les tensions sur les marchés des biens et du travail. En raison des règles de fonctionnement 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 à l'ensemble des 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 entraient en ralentissement économique, choc qui a effacé en partie les effets expansionnistes pour eux 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 ⁽¹⁾. Eût-il été plus avisé de laisser le mark s'apprécier seul ? Cela reste un sujet de débat, même si c'était le souhait de la Bundesbank ; le caractère exceptionnel du choc aurait permis de le justifier ; les autres pays européens s'y sont refusés, préférant perdre en croissance à court terme pour mieux affirmer la fixité de leur monnaie par rapport au mark.

De forts espoirs comme de fortes craintes avaient été suscités aussi par l'évolution des ex-économies socialistes. Pour certains, leur reconstruction allait drainer une masse énorme de capitaux, ce qui ferait monter les taux d'intérêt à l'échelle mondiale ; puis ces pays allaient, grâce à des salaires plus bas, envahir les marchés mondiaux. Pour d'autres, cette même reconstruction soutiendrait la demande mondiale. La réalité est, jusqu'à présent, plus amère ; en pleine désorganisation pour les uns, en guerre civile pour les autres, toujours à la recherche de leur équilibre macroéconomique, ces pays ont connu en 1991 une forte chute de leur production (la baisse du PIB aurait été de l'ordre de 16 %) qui se poursuivrait en 1992 (avec une nouvelle baisse de 16 %), dans un contexte d'inflation plus ou moins mal maîtrisée, de développement du chômage, de creusement du déficit public et de chute de pouvoir d'achat des retraités et des salariés. Dans cette conjoncture, les investissements directs étrangers restent d'ampleur modeste.

(1) Selon Hélène Harasty et Jean Le Dem : « Réunification allemande et croissance européenne : un espoir déçu ? », *Observations et diagnostics économiques*, n° 39, janvier 1992.

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 (graphiques 4). 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.

Le cycle financier de l'économie américaine

L'économie américaine semble « piégée » dans 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, rejoignant ainsi le record de 1983, ce qui confirme 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 (67 Mds chacune des deux années), 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 décline 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 %).

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 (graphique 3b). 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 se fixe

comme objectif de veiller, au moyen de menaces de hausse supplémentaire des taux, 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, 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).

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).

Dans les autres pays de l'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 de leur 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).

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 manœuvre 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, ramené à 3,75 % en Avril 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. Début avril, le gouvernement a décidé d'accélérer l'échéancier des dépenses publiques d'investissement de l'année fiscale 1992-93. Ainsi la demande publique devrait contribuer à soutenir la croissance de 0,5 point 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.

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, comme dans 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.

Une reprise molle

Au total, le taux de croissance des pays de l'OCDE passe de 0,9 % en 1991 à 1,7 % en 1992 puis 3 % en 1993 (tableau 2). Le Royaume-Uni et l'Italie connaissent une nette baisse de leur taux d'inflation (tableau 4), 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, 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 (tableaux 4 et 5).

Les contraintes structurelles de moyen terme ⁽²⁾

Tournons-nous maintenant vers la situation à moyen-terme des grands pays industrialisés : dans notre scénario, leur croissance apparaît relativement médiocre : 2,6 % pour l'ensemble des pays de l'OCDE

(2) Cette partie s'inspire des analyses du chapitre 1 de l'ouvrage : CEPII-OFCE (équipe MIMOSA) « *Economie mondiale 1990-2000 : l'impératif de croissance* », Economica, 1992.

4. Les grands pays industriels : quelques résultats significatifs

	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1997
<i>Taux d'inflation annuel :</i>							
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
<i>Taux de chômage</i>							
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
<i>Solde des administrations publiques : (en % du PIB)</i>							
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	1,8	1,2	1,6
<i>Solde courant : (en % du PIB)</i>							
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	2,4	2,8	2,8	2,7

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

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

5. Soldes courants

En milliards de \$ et en % du PIB

	1989	1991	1993	1997
Allemagne *	57 (4,8)	-20 (-1,2)	6 (0,3)	18 (0,7)
France	-6 (-0,6)	-6 (-0,5)	-6 (-0,5)	-9 (-0,5)
Italie	-11 (-1,4)	-19 (-1,9)	-20 (-1,9)	-29 (-2,1)
Royaume-Uni	-33 (-3,7)	-10 (-1,1)	-10 (-1,0)	-10 (-0,8)
Autres CE	-2 (-0,2)	-1 (-0,1)	6 (0,4)	11 (0,6)
Autres Europe	-1 (0,0)	7 (0,8)	36 (3,6)	64 (5,1)
Etats-Unis	-106 (-2,1)	-9 (-0,1)	-78 (-1,2)	-154 (-1,8)
Japon	57 (2,0)	73 (2,2)	107 (2,8)	141 (2,7)
Autres OCDE	-36 (-3,2)	-34 (-3,8)	-56 (-5,9)	-53 (-4,6)
Amérique Latine	-9 (-0,7)	-20 (-1,4)	-18 (-1,2)	-21 (-1,0)
Moyen-Orient/Maghreb	12 (1,1)	-42 (-3,6)	-24 (-1,8)	0 (0,0)
Afrique Noire	-6 (-2,3)	-9 (-3,2)	-9 (-2,9)	-9 (-2,2)
4 NPI d'Asie	24 (6,1)	9 (1,8)	0 (0,1)	6 (0,6)
Reste de l'Asie	-9 (-0,5)	-21 (-0,9)	-22 (-0,8)	-34 (-0,9)
URSS, Est hors ex-RDA	-4 (-0,1)	-9 (-0,3)	-26 (-0,8)	-37 (-0,9)
CE	6 (0,1)	-55 (-0,9)	-25 (-0,5)	-20 (-0,2)
OCDE	-80 (-0,5)	-18 (-0,1)	-21 (-0,1)	-21 (-0,1)
Monde	-72 (-0,3)	-110 (-0,4)	-115 (-0,4)	-116 (-0,3)

* Allemagne de l'Ouest en 1989, Allemagne réunifiée les années suivantes.

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

de 1991 à 1997, dont 3,4 % pour le Japon, 2,7 % pour la CE, 2,4 % pour les Etats-Unis. Ceci s'explique par un ensemble de contraintes, concernant aussi bien l'offre que la demande, d'une intensité variable selon les pays, mais qui se renforcent mutuellement par le jeu des interdépendances entre nations.

Une offre de travail en ralentissement ...

Des ressources en main-d'œuvre (tableau 6) quantitativement insuffisantes freinent la croissance dans certains pays. Tel est le cas du Japon, dont l'économie est au plein-emploi sur toute la période et qui 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 en cours, et dans une moindre mesure de l'Allemagne de l'Ouest (graphique 2). 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 la réduction du temps légal de travail à 35 heures hebdomadaires, programmée pour 1995, compense en partie l'afflux de main-d'œuvre venue de l'Est : 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 %).

6. Evolution du facteur travail

	Taux de croissance annuel moyen, en %					
	Etats-Unis	Japon	Allemagne de l'Ouest	France	Royaume-Uni	Italie
Population totale						
1960-1973*	1,2	1,2	0,8	1,0	0,4	0,7
1973-1990	1,0	0,8	0,1	0,5	0,1	0,3
1990-2000	0,6	0,3	0,7	0,2	0,3	0,0
Population en âge de travailler						
1960-1973*	1,6	1,3	0,4	1,1	-0,1	0,5
1973-1990	1,3	0,9	0,6	0,8	0,4	0,7
1990-2000	0,8	0,0	0,4	0,2	0,1	-0,3
Population active						
1960-1973*	1,8	1,3	0,2	0,8	0,1	-0,1
1973-1990	1,9	1,0	0,6	0,6	0,6	1,0
1990-2000	1,0	0,7	0,5	0,7	0,6	0,2

* 65-73 pour l'Italie.

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

De façon générale, en raison du vieillissement de la population et d'une démographie peu dynamique, 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 et la stabilité des taux d'activité aux âges élevés, la croissance de la population active ralentit, même aux Etats-Unis où la croissance économique a toujours été extensive en travail. 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 plus expansionnistes.

... et partiellement inadaptée à la demande

En outre, les problèmes d'adéquation de la main-d'œuvre aux postes offerts se sont multipliés. La situation du marché du travail tend à se fragmenter : l'industrie a besoin d'une main-d'œuvre de plus en plus compétente mais de moins en 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. En conséquence, même dans les pays européens où le chômage sévit et où existe, de ce fait, un potentiel d'extension de l'offre, l'inflation salariale pourrait se développer si la croissance devenait plus forte. Le risque n'existe guère pour la 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, 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 en volume soient multipliés par deux. Ces niveaux représentent de tels sauts par rapport aux valeurs actuelles qu'ils paraissent invraisemblables. En conséquence, l'accumulation du capital ne peut être vraiment efficace que dans les pays où existent des

ressources de main-d'œuvre inemployées. Encore faut-il qu'elle s'accompagne d'une amélioration du capital humain. Travail qualifié et capital deviennent en effet de plus en plus complémentaires en se substituant au travail non qualifié. Mais l'amélioration de la qualification de la main-d'œuvre requiert du temps. Les taux d'investissement (tableau 7) 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.

7. 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	13,1
2000	13,8	26,4	16,1	13,2	13,1	13,2

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

L'efficacité des processus de production, estimée par la productivité globale des facteurs (tableau 8), croissait fortement jusqu'en 1973. Depuis, les taux de croissance sont en général plus faibles de moitié. La rupture introduite par le premier choc pétrolier a été durable. Les diverses explications proposées de cette baisse d'efficacité sont multiples — augmentation du prix du pétrole, épuisement des gains de productivité dus au taylorisme, sous-accumulation du capital public, notamment aux Etats-Unis — et ne rendent pas compte du phénomène dans sa totalité.

8. Evolution de la 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.

Une exception notable à cette dégradation générale des performances mérite d'être citée : au cours de l'ère Thatcher, la productivité du travail dans l'industrie britannique s'est nettement accélérée. Ceci tient à la réorganisation de la production et du travail qui a suivi la profonde récession de 1980-81, jointe, semble-t-il, au changement des rapports de force dans les entreprises : lois restreignant le droit de grève et affaiblissement du monopole syndical à l'embauche.

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 de ces dernières années visant à modérer le coût du travail non qualifié pour favoriser l'emploi (tableau 9). 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 1990-91, ne reprend que faiblement.

9. Evolution de la productivité du travail

En % par an

	Industrie		Secteur abrité	
	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.

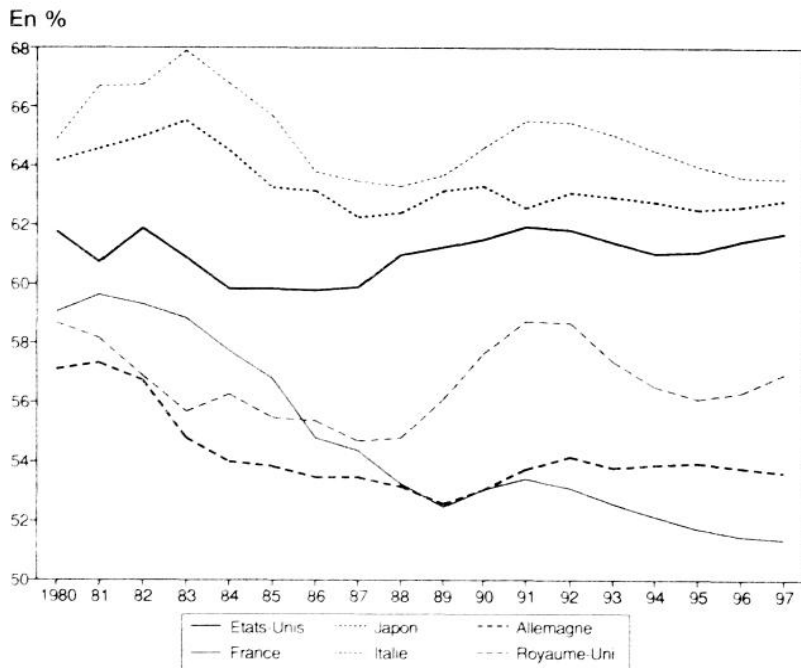
A ces quelques exceptions près, nous avons donc écarté un changement important de l'évolution de la productivité globale au cours de la décennie quatre-vingt-dix. L'évolution de l'offre, donc de la croissance potentielle, borne la croissance effective au Japon, et à moyen terme, aux Etats-Unis et en Allemagne de l'Ouest. Des marges de manœuvre permettant une croissance plus élevée 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.

Une demande contrainte ...

Les contraintes qui s'exercent sur la demande se traduisent principalement par des contraintes financières. Une première contrainte tient à la répartition des revenus entre entreprises et ménages dans un contexte de taux d'intérêt réels élevés ; 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 insuffisante. La deuxième porte sur les administrations publiques qui, du fait de la dette accumulée et des intérêts induits, peuvent être contraintes à pratiquer des politiques budgétaires restrictives pour stabiliser le poids de leur dette. Une dernière contrainte, extérieure, est liée au solde commercial et à la gestion du taux de change. Elle se traduit également par une prime de risque sur les taux d'intérêt du pays concerné. Ces trois contraintes peuvent, en outre, se combiner et renforcer leurs effets négatifs sur la croissance et l'emploi.

... par la demande privée et la rentabilité des entreprises,

Dans notre projection, la part des salaires dans la valeur ajoutée décline ou se stabilise dans la plupart des grands pays industrialisés (graphique 6). Cette stabilité des revenus du travail 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 dans ces conditions d'une augmentation de la demande des ménages.



6. Part des salaires dans le PIB marchand *

* Y compris cotisations sociales et salaires fictifs des entrepreneurs individuels.

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

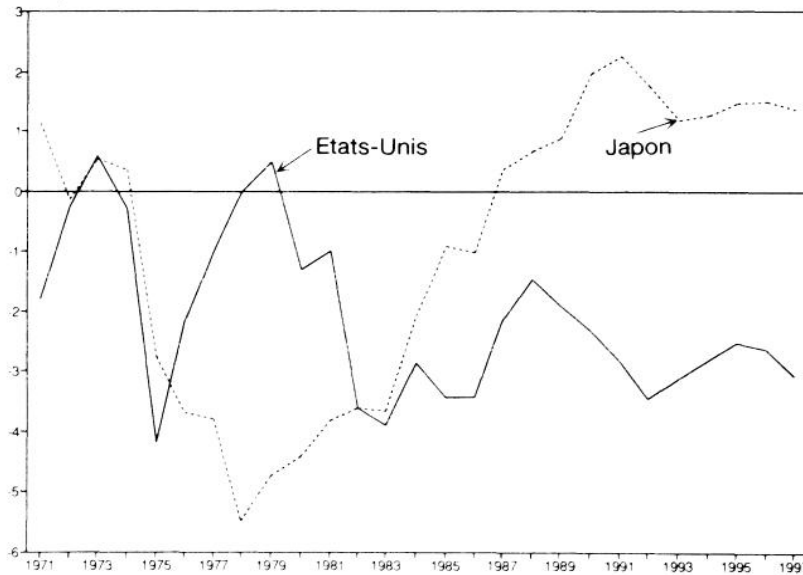
Par ailleurs, la contrainte de rentabilité des entreprises dépend de la part des profits dans la valeur ajoutée. Celle-ci doit être suffisante pour permettre l'accumulation du capital sans dérapage du ratio d'endettement. Or, les taux d'intérêt restent élevés alors même que l'efficacité du capital tend à décliner. Il en résulte au cours du temps une hausse du taux de profit requis pour une croissance économique donnée. Au Japon, la poursuite d'une croissance fortement capitalistique impulsée par un taux élevé d'investissement se traduit par une nouvelle hausse de l'endettement, déjà élevé, des entreprises. En Italie, la dégradation des niveaux de profits, due à la persistance de l'inflation salariale, ne permet plus d'autofinancer l'investissement et nécessite un recours massif au crédit. Au Royaume-Uni, la situation financière des entreprises demeure fragile étant donnée la lourde charge de l'endettement contracté au cours de la décennie passée. Au contraire, en France, les forts niveaux des profits permettent la poursuite du désendettement initié 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. En résumé, 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 décrite par le compte 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 empêcheront 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 dans l'évolution 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 (graphiques 7). Dans notre projection, l'effort porte surtout sur les dépenses, sauf en Allemagne où les transferts s'alourdissent à cause du chômage dans les nouveaux Länder. L'investissement public se stabilise en part de PIB, sauf au Japon où un programme d'infrastructures publiques a été décidé pour la décennie quatre-vingt-dix. 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.

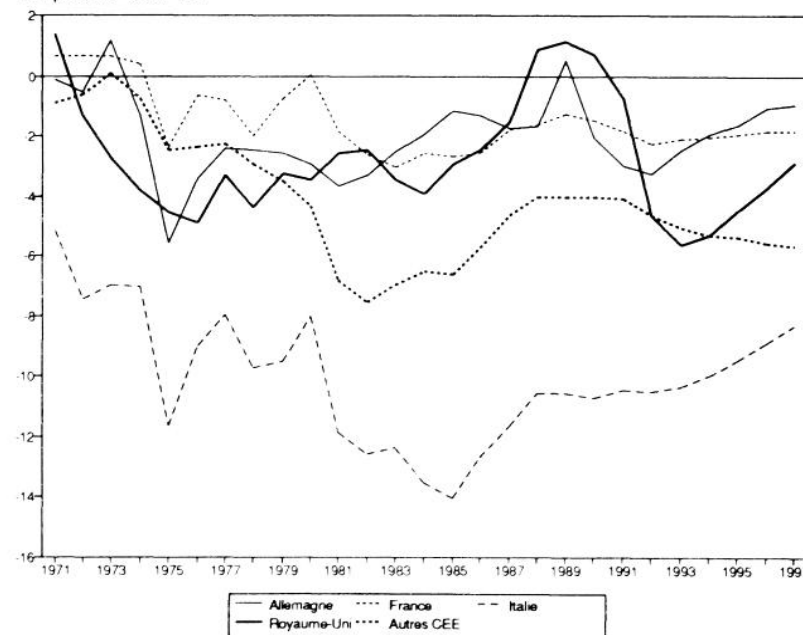
En points de PIB



7a. Solde des administrations

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

En points de PIB



7b. Solde des administrations

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

Au cours des années quatre-vingt, la dynamique de la dette publique est souvent apparue 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 publique diminue au Japon. Ailleurs, le ratio de la dette au PIB (tableau 10) continue de s'élever, la croissance de l'endettement des administrations

10. Ratio de la dette publique nette au PIB

En %

	1970	1975	1980	1985	1990	1997	2000
Etats-Unis	29,7	25,1	20,2	27,6	29,9	35,9	39,7
Japon	-7,4	-2,1	17,3	26,7	17,8	3,6	-1,2
Allemagne de l'Ouest	-9,0	0,4	12,3	21,3	21,4	25,4	23,4
France	17,3	10,0	12,4	22,1	23,7	28,4	28,6
Italie	49,8	55,2	51,1	76,9	93,7	116,1	118,8
Royaume-Uni	80,0	48,1	36,3	37,3	24,9	38,7	33,4

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

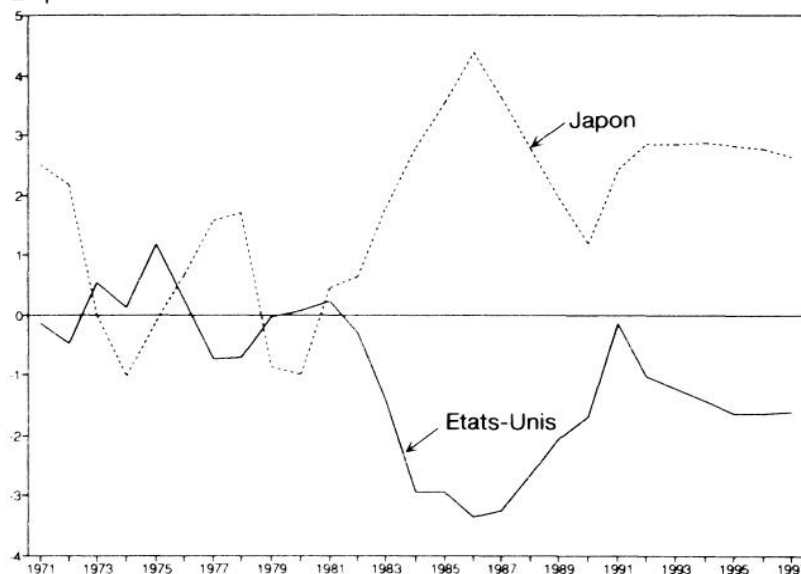
italiennes étant de loin la plus préoccupante (la dette nette y atteint 115 % du PIB en 1997 contre 97 % en 1991).

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 Europe, 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 économique d'ici 1997 : les partenaires de l'Allemagne se sont engagés à rendre rapidement leur Banque centrale indépendante du pouvoir politique sur le modèle de la Bundesbank ; c'est une garantie de maintien de la lutte anti-inflationniste, mais qui risque, en même temps, de renforcer le poids des partisans de politiques économiques orthodoxes. Les pays européens se sont fixé quatre objectifs chiffrés concernant les finances publiques et l'inflation, objectifs 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 de Maastricht. Ces pays vont-ils s'engager dans des politiques budgétaires fortement restrictives, qui pèseraient sur leur activité propre 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 organisés la coordination des politiques économiques en Europe. Le risque est grand que, d'ici 1997, la qualité de la coordination des politiques économiques en Europe 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.

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

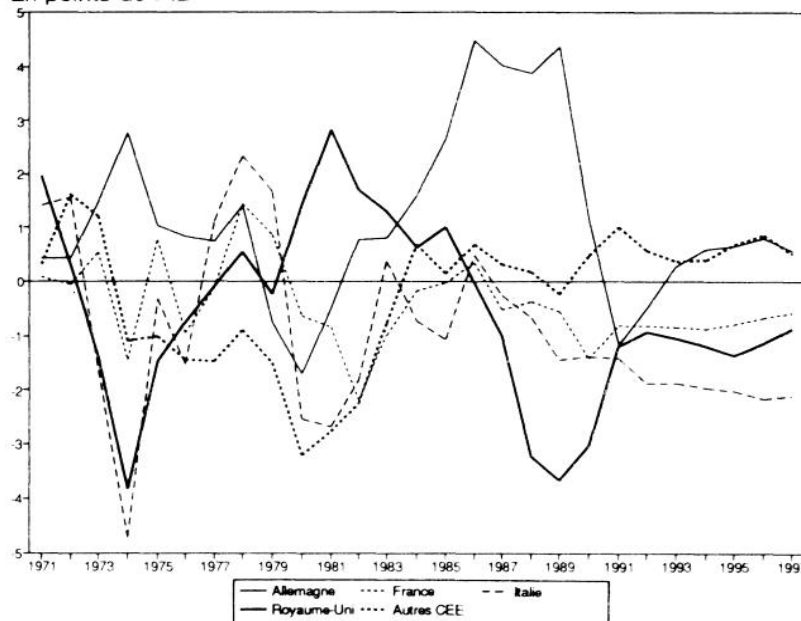
Notre scénario incorpore une remontée des taux d'intérêt américains, puis japonais à l'issue de l'actuelle récession (tableau 3). En Europe, une baisse sensible du taux d'intérêt allemand ne se produirait qu'après 1993. La crédibilité de la marche vers l'UEM permettrait une lente convergence des taux d'intérêt, la livre et surtout la lire conservant longtemps des primes de risques importantes. Le compte incorpore une appréciation tendancielle du yen par rapport au dollar (de 2 % par an) et une stabilité des monnaies européennes par rapport au dollar puisque la Bundesbank maintient une politique monétaire rigoureuse et que l'excédent allemand réapparaît alors que le déficit américain se creuse (graphiques 8).

En points de PIB



8a. Solde courant

En points de PIB



8b. Solde courant

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

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 problème de chômage, l'Italie, qui connaît une inflation forte, ont une tendance chronique au déficit commercial. Ces pays ayant quasiment renoncé, dans le cadre du Système monétaire européen depuis le dernier réajustement de 1987, à la dépréciation du taux de change, dont l'efficacité était d'ailleurs mise en doute, il leur est difficile de résorber ce déséquilibre autrement que par une gestion macroéconomique restrictive. Ce faisant, ils exercent une influence récessive sur leurs partenaires et renforcent la contrainte extérieure propre à ces pays. 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 (tableaux 4 et 5).

Dans la décennie à venir, les contraintes pesant sur les politiques économiques seront 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 Communauté voire 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 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 manœuvre dans chaque pays pris isolément pour mettre en œuvre une politique budgétaire de relance de la croissance puisque tout dérapage se solderait par une forte 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 l'ensemble des 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 massive pour financer les infrastructures publiques n'en écartent les investisseurs privés.

Nous avons rappelé les problèmes d'offre et d'efficacité dont souffrent les économies des pays industrialisés. Globalement, les gains de productivité des facteurs sont bas, ce qui entraîne de faibles gains de productivité du travail et un alourdissement du ratio capital/produit : des tensions relativement modérées sur le marché du travail suffiraient à faire passer la croissance du salaire réel au-delà de la croissance

compatible avec le niveau des profits nécessaires pour soutenir l'accumulation du capital. A l'échelle mondiale, le problème des années à venir est donc celui de l'insuffisance d'investissement, par manque de rentabilité et de perspectives de croissance, et non malheureusement 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 situation conjoncturelle de 1992.

*

**

Etats-Unis : La crise de croissance

Dès 1989 les Etats-Unis connaissent un retournement cyclique de l'activité caractérisé par une croissance molle, puis par une chute de la production et une crise financière profonde. L'ajustement macroéconomique des années 1989-92 apparaît comme une crise de croissance qui vient sanctionner les dérapages des années quatre-vingt. Atypique au regard des récessions précédentes quant à ses fondements et à son déroulement, la récession de 1991 risque fort de l'être également quant aux mécanismes de la reprise.

La récession de 1990-91 en perspective

Contrairement aux huit retournements cycliques survenus depuis 1945 (tableau 11), aucun facteur exogène significatif, tel qu'une guerre en 1953, une hausse du prix de l'énergie (1973, 1979), une grève importante (1970) ou encore un changement brutal de politique économique (1948, 1957, 1960, 1981), n'est cette fois la cause profonde du retournement de l'activité. L'invasion du Koweït en août 1990 est postérieure aux premiers signes de ralentissement de l'activité et les opérations militaires menées par les américains dans le Golfe persique, financées à 90 % par les alliés, n'ont en définitive eu qu'un impact psychologique transitoire sur les comportements de consommation ou d'investissement. La guerre du Golfe apparaît davantage comme un déclencheur que comme un facteur explicatif. C'est dans les « fondamentaux » de l'économie et particulièrement dans l'héritage macrofinancier des années quatre-vingt qu'il faut chercher les causes de la récession des années 1990-91.

11. La récession de 1990-91 en perspective

	Durée	Industries touchées par le chômage	PIB en volume	Taux de chômage	Taux d'utilisation des capacités
Récession	(mois)	(maximum en %)	(variation en %)	(variation maximum)	(minimum)
11/1948-10/1949	11	90	-2,0	4,4	71,7
07/1953-05/1954	10	87	-3,0	3,6	78,8
08/1957-04/1958	8	88	-3,5	3,8	71,8
04/1960-02/1961	10	80	-1,0	2,3	73,5
12/1969-11/1970	11	80	-1,1	2,7	75,8
11/1973-03/1975	16	88	-4,3	4,4	70,8
01/1980-07/1980	6	63	-2,4	2,2	76,9
07/1981-11/1982	16	72	-3,4	3,6	70,0
Moyenne des huit récessions	11	81	-2,6	3,4	73,6
Ecart type	3,5	9	1,2	0,9	3,2
07/1990-04/1991	9	73	-1,2	1,9	77,2

Source : extrait de S.K. McNees, The 1990-91 Recession in historical perspective, New England Economic Review, january-february 1992.

Entre 1975 et 1987 le taux d'épargne des ménages américains a reculé de 6 points. Une analyse ⁽³⁾ portant sur l'ensemble des pays industrialisés, singulièrement représentative pour les Etats-Unis, montre le rôle déterminant de l'endettement des ménages dans ce processus. Ainsi, près de 3 points de taux d'épargne sont perdus entre 1982 et 1987 en raison du comportement d'endettement des ménages. La longue période de croissance qui précède la récession de 1990 a donc reposé essentiellement sur une consommation des ménages dopée par l'endettement — qui atteint en encours près de 100 % de leur revenu disponible en 1990 —, ce qui ne pouvait durer.

L'Etat fédéral a connu, au cours des années quatre-vingt, des déficits budgétaires records (baisses successives d'impôt, dépenses militaires croissantes). Le compromis budgétaire d'octobre 1990 entre le Congrès à majorité démocrate et l'administration Bush a souligné l'impasse des différentes initiatives visant à équilibrer les finances publiques sans hausse des impôts, et a affirmé une volonté pragmatique de contenir les dépenses de l'Etat — et non plus les déficits. Dans sa crise financière, l'Etat fédéral a entraîné avec lui nombre d'Etats fédérés et de collectivités locales qui, voyant leurs dépenses augmenter avec la baisse de leurs recettes de transferts et l'élargissement de leur compétence, sont aujourd'hui dans des situations financières difficiles. Au total, la capacité de financement des administrations n'a cessé de se dégrader.

(3) Voir le chapitre 2 de : « Economie mondiale 1990-2000 : l'impératif de croissance ».

Le système financier a lui aussi connu des déboires lorsque le krach de 1987 a mis un terme à la vague de spéculation mobilière et lorsque la surabondance des constructions des années 1983-86 a fini par crever la bulle spéculative immobilière. Premières victimes de la déréglementation financière — notamment des taux bancaires créditeurs —, de l'anachronisme des textes législatifs hérités de la crise de 1929, de l'innovation financière et des placements hasardeux dans des titres à hauts risques, les caisses d'épargne ont subi une faillite colossale que les contribuables devront éponger dans les années à venir. La dégradation des bilans atteint aussi les banques commerciales et d'affaires qui, dans un contexte de forte concurrence et d'innovations multiples, ont fragilisé leur structure financière. La restructuration en cours des bilans a conduit les institutions financières à réviser à la fois le volume et le prix de leurs opérations de crédits.

En définitive, si la crise s'explique par l'ensemble de ces errements financiers, la contraction simultanée de l'offre et de la demande de crédit semble être le facteur déterminant de la récession et de son déroulement : en 1979, les autorités monétaires avaient asséché les liquidités pour enrayer l'inflation ; en 1991, les institutions financières ont resserré le crédit pour assainir leurs bilans. En 1979, les autorités maîtrisaient le processus ; aujourd'hui, il leur échappe pour l'essentiel.

L'ajustement économique (juillet 1990 à mars 1991) s'inscrit dans la durée moyenne des récessions de l'après-guerre. Le recul de la production est en revanche modéré (inférieur à la moitié du recul observé lors des récessions précédentes). Il s'apparente davantage aux légères récessions des années soixante qu'aux crises profondes des années soixante-dix et quatre-vingt (tableau 12). Pourtant, la diffusion du retournement conjoncturel à l'ensemble de l'économie a été particulièrement important puisque, au total, 73 % des industries ont dû réduire leurs effectifs. Le chômage a augmenté de 2 points. C'est pourquoi la récession, souvent présentée comme douce en raison du faible recul du PIB, semble avoir eu des conséquences profondes qui inhibent la reprise.

Tout comme l'investissement productif, la consommation des ménages demeure peu sensible à l'assouplissement de la politique monétaire et la progression faible, voire négative, des salaires réels entrave la reprise. Dans ce climat morose, le commerce extérieur réalise des performances bienvenues. En raison d'un dollar bas — sous-évalué de 15 à 20 % en regard de la parité de pouvoir d'achat — et d'une reconquête des parts de marché depuis 1985, la balance commerciale s'est redressée depuis 1987. La compétitivité semble partiellement restaurée aux Etats-Unis et, pour la première fois depuis 1983, le déficit commercial est inférieur à 100 milliards de dollars. Les échanges avec la Communauté européenne sont excédentaires depuis 1989, ceux avec les NPI sur la voie de l'équilibre, enfin le déficit commercial avec le Japon s'est stabilisé pour la deuxième année consécutive aux environs de 40 milliards de dollars en 1991. Sans cette contribution largement positive des échanges à la croissance (0,7 point), que le décalage

12. Quelques résultats significatifs : Etats-Unis

	1990	1991	1992	1993	1997 /1991
PIB total (1)	1,0	-0,7	1,9	2,7	2,4
Importations (1)	2,2	0,3	7,2	8,0	5,8
Consommation des ménages (1)	1,2	-0,1	1,4	2,5	2,3
Consommation finale des administrations	3,2	0,9	-1,4	-0,5	0,5
FBCF totale (1)	-1,6	-7,6	4,0	6,6	4,7
dont FBCF productive marchande (1)	1,2	-6,7	3,4	8,1	4,8
Exportations (1)	7,7	6,6	6,9	6,4	5,7
Emploi total (1)	0,5	-0,9	0,9	1,3	1,4
Population active (1)	1,0	0,7	1,0	1,1	1,2
Taux de chômage (en %)	5,5	6,7	6,9	6,7	5,4*
Prix du PIB (1)	4,1	3,7	3,9	3,8	4,5
Prix de la consommation (1)	5,1	4,0	4,1	4,1	4,7
Productivité du travail (1)	0,5	0,2	1,0	1,5	1,3
Taux de marge des entreprises (en %)	38,8	38,4	38,4	38,8	38,5*
Pouvoir d'achat du salaire brut par tête (1)	0,7	1,0	0,6	0,5	0,8
Pouvoir d'achat du revenu disponible (1)	2,0	0,0	1,8	2,8	2,4
Taux d'épargne (en %)	7,3	8,1	8,4	8,8	9,0*
Besoin de financement des administrations (2)	2,5	3,0	3,5	3,1	2,9*
Taux de prélèvements obligatoires (en %)	31,2	31,2	31,3	31,4	31,5*
Solde des paiements courants (2)	-1,7	-0,2	-1,0	-1,2	-1,8*

(1) Taux de croissance annuel en %.

(2) Points de PIB.

* Valeur en 1997.

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

conjoncturel entre les grands pôles de l'économie mondiale explique en partie, la récession de 1991 aurait été deux fois plus profonde. En effet, c'est davantage le boom des exportations, dont la croissance est largement supérieure à celle du commerce mondial, que la contraction des importations qui explique le redressement du solde commercial (tableau 12).

Une récession peu profonde débouche-t-elle forcément sur une reprise molle de l'activité ? Empiriquement, la corrélation ne semble pas probante. Ainsi après seulement dix mois de récession et un recul de 1 % du PIB en 1960-61, l'économie américaine enregistra ensuite une période de forte croissance qui dura plus de huit ans. A l'inverse, le retournement de 1980, d'une durée comparable mais d'une ampleur supérieure (le PIB recula de 2,4 %), ne provoqua qu'un rebond transitoire de l'économie et épousa parfaitement le profil du double plongeon. Il apparaît que la corrélation récession-reprise est plus pertinente lors-

que le cycle est mesuré par l'évolution du chômage. Ainsi la période actuelle s'inscrit plutôt dans une perspective de reprise modérée puisque le taux de chômage ne s'est élevé que de 2 points, contre 3,4 pour la moyenne des récessions de l'après-guerre. Néanmoins le ralentissement de la croissance de la population active explique en partie cette différence. On retrouve là les éléments fondamentaux qui caractérisent la croissance potentielle de l'économie américaine. En effet, à moyen terme, la croissance apparaît bridée par l'évolution des facteurs de production — notamment celle du travail — et par les médiocres performances de productivité, particulièrement dans les services. A plus court terme, la crise financière devrait naturellement trouver son dénouement dans le comportement financier des différents agents. L'effet incontestable de la baisse des taux d'intérêt est d'avoir accéléré l'assainissement des banques qui peuvent à nouveau s'engager dans le financement de l'économie. Cependant, les agents privés, et particulièrement les ménages, ne semblent pas prêts à une nouvelle dégradation de leur situation financière. Aussi le scénario d'une reprise molle suivie d'une croissance modérée est-il le plus probable.

Japon : après la bulle spéculative

Du 4^e trimestre 1987 au 1^{er} trimestre 1991, l'économie japonaise a connu une expansion très rapide, au rythme de 5,6 % l'an pour le PNB. Au cours de la période 1987-1990, la consommation des ménages a crû à plus de 4 % l'an, l'investissement productif entre 10 et 15 %, l'investissement-logement à 10 %. Le précédent record de durée dans l'expansion, les 57 mois du « boom Inazagi » des années 1965-70, était en passe d'être rejoint.

Mais, en 1991, après un premier trimestre très soutenu (+ 8,3 % en rythme annuel au 1^{er} trimestre pour le PIB), la croissance est tombée à 2,8, puis 1,6, puis - 0,2. Il s'agit donc bien d'une récession « à la japonaise » (moins de 3 % de croissance deux trimestres consécutifs), sinon d'une récession tout court. Les prévisions pour la croissance en 1992 sont à 2 %, voire moins. Le boom de ces dernières années a donc pris fin.

Les facteurs qui ont favorisé cette longue expansion ont en effet cessé d'être réunis. La période faste de l'argent facile est terminée. Les

taux d'intérêt à court terme sont restés extrêmement bas au Japon de 1985 jusqu'à la fin de 1989 (moins de 5 % pour le taux du marché monétaire au jour le jour, 2,5 % pour le taux d'escompte de la fin 1986 au début 1989). Les entreprises, soucieuses de parer à la baisse du dollar et à la raréfaction de la main-d'œuvre par des investissements massifs, ont donc bénéficié de conditions de financement exceptionnelles. Par ailleurs, cette politique d'argent facile a contribué à alimenter une spéculation boursière effrénée : de la mi-1986 — début du boom de la Bourse — jusqu'à la fin 1989 — qui en marque la fin —, les cours de la Bourse ont été multipliés par 2,5 environ, hausse dans laquelle le krach de l'automne 1987 n'a fait qu'une entaille, vite oubliée. En raison des anticipations haussières, les entreprises ont pu lever des fonds sans difficulté et à faible coût par le biais notamment d'émissions d'obligations convertibles ou avec bons de souscription en actions, sur les marchés de capitaux domestiques (150 milliards de dollars d'obligations de 1987 à 1989, et 100 milliards d'actions), et étrangers (150 milliards de dollars d'obligations sur la même période). Enfin, les faibles taux d'intérêt ont également permis de financer un investissement immobilier en forte croissance, alimenté par la spéculation.

Le souci de stopper l'accélération de l'inflation, mais aussi d'assainir des opérations financières marquées par la spéculation et les scandales, a conduit les autorités à resserrer la politique monétaire à la mi-1989. De 2,5 %, point bas de mai 1989, le taux d'escompte a été porté par des relèvements successifs à 6 %, niveau qui s'est maintenu jusqu'à l'été 1991. Dans le même temps le taux de l'argent au jour le jour est passé de 4 à 7,5 %. Les anticipations sur les marchés boursiers et immobiliers se sont retournées. Le Nikkei a baissé de 40 % en glissement en 1990 (soit de 20 % en moyenne annuelle). Il s'est stabilisé en 1991, mais a perdu encore 30 % au premier trimestre 1992. Les prix de vente de l'immobilier ancien ont nettement chuté en 1991, les prix du terrain ont baissé dans les grandes agglomérations.

Par ailleurs, la nécessité de conformer leurs bilans aux ratios de la Banque des règlements internationaux, et la multiplication des créances douteuses (évaluées à 80 milliards de dollars pour l'ensemble des banques) à mesure que se dégonflait la bulle financière, ont amené les banques à réduire leur activité de prêt. Comme la levée de fonds sur un marché boursier en plein marasme est devenue plus difficile et plus coûteuse, le coût de financement de l'investissement tend à dépasser aujourd'hui un taux de profit en net repli.

L'ajustement macroéconomique de l'économie japonaise a donc des fondements largement financiers dont la principale conséquence réelle devrait être cette année une baisse de l'investissement. Mais on peut tabler sur un redémarrage prochain de l'activité, en considérant que les conditions réelles de la croissance sont toujours réunies : la compétitivité des entreprises japonaises est excellente, comme l'atteste l'excédent commercial de plus de 100 milliards de dollars en 1991 — et la faiblesse actuelle du yen est plutôt de nature à la renforcer —, le taux

de chômage est très bas et la contrainte de main-d'œuvre reste une puissante incitation à investir ; enfin, l'inflation est redescendue en dessous de 3 % en dépit des tensions sur le marché du travail.

Au total, le passage à vide japonais semble être plutôt une pause qu'une récession grave, même s'il a suffisamment ému les autorités pour qu'elles annoncent début avril, presque simultanément, une baisse du taux d'escompte (de 4,5 à 3,75 %) et un plan de soutien budgétaire. Il devrait déboucher cependant sur une croissance à moyen terme plus modérée qu'à la fin des années quatre-vingt (tableau 13).

13. Quelques résultats significatifs : Japon

	1990	1991	1992	1993	1997 /1991
PIB total (1)	5,2	4,4	1,8	4,0	3,4
Importations (1)	12,0	-3,1	3,8	8,2	6,8
Consommation des ménages (1)	4,2	2,8	2,1	3,6	3,4
Consommation finale des administrations	1,9	3,3	2,7	2,5	2,7
FBCF totale (1)	10,9	3,5	-0,5	6,0	3,4
dont FBCF productive marchande (1)	12,4	6,1	-2,6	6,9	3,0
Exportations (1)	10,7	4,2	6,1	7,9	6,8
Emploi total (1)	2,0	1,9	0,5	0,7	0,6
Population active (1)	1,8	1,9	0,6	0,7	0,7
Taux de chômage (en %)	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2*
Prix du PIB (1)	2,2	1,9	1,7	1,8	2,2
Prix de la consommation (1)	2,5	2,2	2,3	2,3	2,7
Productivité du travail (1)	3,2	2,5	1,3	3,3	2,6
Taux de marge des entreprises (en %)	42,9	43,3	42,7	42,7	42,0*
Pouvoir d'achat du salaire brut par tête (1)	2,4	1,6	1,1	2,0	1,8
Pouvoir d'achat du revenu disponible (1)	3,9	3,2	2,2	3,6	3,3
Taux d'épargne (en %)	18,2	18,6	18,7	18,7	18,2*
Besoin de financement des administrations (2)	-2,7	-2,5	-1,8	-1,2	-1,6*
Taux de prélèvements obligatoires (en %)	21,3	21,5	21,5	21,0	21,6*
Solde des paiements courants (2)	1,2	2,2	2,8	2,8	2,7*

(1) Taux de croissance annuel en %.

(2) Points de PIB.

* Valeur en 1997.

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

Sauf à déclencher l'inflation salariale, l'économie japonaise devra en effet adapter sa croissance à une progression ralentie de la population active et s'accommoder durablement d'une situation de sur-emploi. Un

rythme de croissance de 3,5 % l'an, combinant une augmentation de l'emploi limitée à moins de 1 % et des gains productivité du travail à 2,5 %, assurerait une expansion confortable du niveau de vie (3,3 % pour la consommation des ménages), tout en maintenant la hausse des prix en deçà de 3 %.

Comme l'ont attesté les récentes négociations salariales, le système productif japonais devra également tôt ou tard répondre aux aspirations de sa main-d'œuvre au mieux-vivre et à un peu plus de loisirs. Le Gouvernement et l'Agence de planification ont maintes fois affiché l'objectif de 1 800 heures annuelles de travail -- contre près de 2100 actuellement (soit une baisse de 15 %). Mais, même avec une croissance moins rapide que lors du dernier boom, réduire la durée du travail ne sera pas chose aisée. La résistance des entreprises à un processus qui contrarie leur stratégie de croissance et de gains de parts de marché est très forte ; aussi, cette réduction ne figure-t-elle pas dans notre projection centrale. En outre, la pénurie de main-d'œuvre risque de rendre la baisse du temps de travail très pénalisante. Une variante simple avec le modèle MIMOSA, consistant à réduire de 1 % par an la durée du travail d'ici l'an 2000 illustre la difficulté (tableau

14. Les effets macroéconomiques d'une baisse de la durée du travail au Japon (de 1 % par an de 1992 à 2000)

	Taux de croissance (1)	Taux d'inflation (1)	Solde courant (2)
Sans ajustement structurel du commerce extérieur			
Japon	-0,4	1,5	-0,4
Etats-Unis	0,2	0,1	-0,1
CE	e	e	0,2
Avec ajustement structurel du commerce extérieur*			
Japon	-0,4	0,4	-0,5
Etats-Unis	0,1	e	0,0
CE	0,1	0,1	0,2

* La croissance annuelle des exportations japonaises est réduite *ex ante* de 1 %.

(1) Ecart absolu en points sur la période 1992-2000.

(2) Ecart absolu en points de PIB en 2000.

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

14). Même en supposant que cette réduction soit pour partie compensée par des gains supplémentaires de productivité à hauteur de 50 % et par une progression des salaires plus basse de 0,5 % par an *ex ante*, ses conséquences inflationnistes spontanées — à taux d'intérêt et taux de change nominaux inchangés — sont très élevées : 1,5 point d'inflation supplémentaire en moyenne au cours des années 1992-2000. Ceci

résulte, *ex post*, de la grande sensibilité des salaires à la situation — déjà tendue — du marché du travail. La croissance est diminuée de 0,4 % par an. Il faut alors supposer que les entreprises japonaises acceptent de céder un peu de terrain à leurs concurrentes étrangères pour limiter les tensions, en relevant par exemple leurs marges bénéficiaires à l'exportation. Comme le montre une deuxième variante, diminuer le taux de croissance des exportations de 1 % *ex ante* permet en effet de limiter nettement les conséquences néfastes de la baisse de la durée du travail sur l'inflation. La compétitivité et la rentabilité des entreprises sont alors préservées et le coût en croissance n'est *in fine* pas supérieur. Mais il s'agit là d'une révolution culturelle pour les managers de l'industrie nipponne...

Allemagne : un cap à passer

La réunification des deux Allemagne est venue rompre brutalement, en 1990, les grands équilibres qui caractérisaient la RFA dans les années quatre-vingt : l'inflation s'est accélérée, un déficit budgétaire important est apparu, l'excédent courant a fondu. La croissance est devenue forte, puisqu'elle a atteint 4,7 % en 1990 et 3,4 % en 1991 pour l'économie ouest-allemande, créditée naguère d'une croissance potentielle de l'ordre de 2,5 %. Certes, le flux massif d'immigrants a permis de dépasser cette croissance potentielle sans trop de tensions sur le marché du travail, mais la pression de la demande a entraîné un boom des importations. L'année 1992 s'annonce en rupture assez forte avec les deux premières années de la réunification puisque la croissance devrait être faible (1,3 % en Allemagne de l'Ouest, 1,8 % pour l'Allemagne réunifiée), tandis que l'inflation n'apparaît pas reculer pour autant, ce qui amène la Bundesbank à pratiquer une politique monétaire restrictive ; par ailleurs, si l'on peut espérer une légère amélioration du solde courant cette année, les projections budgétaires font apparaître un alourdissement du besoin de financement de l'Etat. Le ralentissement en cours outre-Rhin et la morosité des prévisions de court terme augurent-ils de difficultés durables pour l'économie allemande à absorber le choc de la réunification ?

Les Länder de l'Est

L'avenir de la nouvelle Allemagne dépend désormais pour une large part de l'évolution des Länder de l'Est, qui représentent en 1991 près de 7 % du PIB allemand. Après deux années de chute drastique de la production, une période de stabilisation semble s'ouvrir dans l'ex-RDA. La croissance devrait redevenir positive en 1992, grâce au regain d'activité dans les services et le BTP, et dans quelques secteurs industriels bénéficiant de commandes publiques ou d'un marché de proximité captif. A moyen terme, la plus grande partie de l'industrie semble néanmoins vouée à disparaître, du fait de son manque de compétitivité, sauf si, comme c'est probable, certains secteurs restent massivement subventionnés. L'investissement est donc crucial pour le développement des nouveaux Länder. Rien ne permet d'affirmer aujourd'hui que son montant sera suffisant : les incertitudes sont grandes sur la rentabilité des projets à l'Est, et la perspective d'un alignement rapide des rémunérations versées à l'Est sur celles de l'Ouest annulent l'avantage initial sur le coût de production, surtout si la productivité ne rejoint que lentement celle de l'Ouest.

Notre scénario est à cet égard moyennement optimiste (tableau 15) : l'investissement privé progresse assez rapidement mais il est encore inférieur, en 1997, à 100 milliards de DM par an. Ceci suppose un net succès des politiques d'incitation à l'investissement et permet le redressement de l'offre — le PNB progresse à plus de 10 % par an de 1992 à 1997 — sans absorber cependant la main-d'œuvre disponible : le taux de chômage est encore de plus de 21 % à l'horizon de la projection. La productivité du travail n'atteint en 1997 que les deux tiers du niveau de l'Ouest, tandis que le rattrapage pour les salaires est de 85 %.

L'économie ouest-allemande

L'impact fortement positif de la réunification sur la croissance ouest-allemande est derrière nous. Les parts de marché de l'Est étant acquises et la production des nouveaux Länder recommençant à croître, l'effet d'entraînement de l'ex-RDA sur la croissance à l'Ouest sera désormais nul, voire légèrement négatif à mesure que les producteurs est-allemands tendront à récupérer une part de leur marché intérieur. On peut évaluer cet impact direct de la réunification sur le taux de croissance de l'économie ouest-allemande à 2,1 % en 1990, 4,1 en 1991, et à peine 0,4 en 1992 et 1993.

En revanche, les conséquences négatives du coût de la réunification persistent : en 1992, le solde budgétaire reste fortement déficitaire et l'inflation, qui résulte plus des choix de financement (hausse des impôts indirects) que des pressions sur le marché du travail ou des biens, reste vive : de 3,6 % en 1991, elle pourrait atteindre 4,5 % en 1992. Dans ce

15. Quelques résultats significatifs : Allemagne**

	1990	1991	1992	1993	1997 /1991
PIB total Ouest(1)	4,7	3,4	1,3	2,9	2,5
PNB Est(1)	- 12,7	- 23,4	9,0	11,6	11,1
PIB total Allemagne unifiée(1)	2,9	0,9	1,8	3,5	3,2
Importations (1)	11,6	11,5	2,9	4,8	5,9
Consommation des ménages (1)	4,7	2,4	1,9	2,8	3,0
Consommation finale des administrations	2,1	1,2	1,0	1,3	1,6
FBCF totale (1)	8,8	6,9	1,4	1,9	2,7
dont FBCF productive marchande (1)	10,6	9,0	0,9	1,3	2,7
Exportations (1)	11,0	11,8	3,5	7,2	5,5
Emploi total (1)	2,9	2,8	0,9	1,0	0,8
Population active (1)	1,9	1,0	0,9	0,7	0,5
Taux de chômage Ouest (en %)	6,2	5,5	6,3	6,0	4,5*
Taux de chômage Est (3)	6,7	21,8	26,8	29,2	25,6*
Taux de chômage Allemagne unifiée(3)	5,6	8,5	10,2	10,3	8,2*
Prix du PIB (1)	3,5	4,6	4,7	4,2	4,2
Prix de la consommation (1)	2,6	3,6	4,5	4,1	3,9
Productivité du travail (1)	1,8	0,6	0,4	1,9	1,7
Taux de marge des entreprises (en %)	47,8	46,9	46,2	46,3	46,3*
Pouvoir d'achat du salaire brut par tête (1)	2,1	2,6	1,4	1,3	1,9
Pouvoir d'achat du salaire brut par heure (1)	3,6	4,3	2,9	2,3	2,2
Pouvoir d'achat du revenu disponible (1)	6,5	2,5	1,9	3,1	3,1
Taux d'épargne (en %)	13,9	13,8	13,7	13,9	14,0*
Besoin de financement des administrations (2)	1,9	3,1	3,5	2,7	1,0*
Taux de prélèvements obligatoires (en %)	37,5	39,1	39,5	39,7	39,9*
Solde des paiements courants (2)	3,2	- 1,3	- 0,5	0,3	0,7*

(1) Taux de croissance annuel en %.

(2) Points de PIB.

(3) Les chômeurs partiels des nouveaux Länder sont comptabilisés ici pour la moitié de leur effectif.

* Valeur en 1997.

** Allemagne de l'Ouest sauf mention explicite et sauf pour le solde des paiements courants, qui inclut les opérations de l'ex-RDA à compter du 2ème semestre 1990.

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

contexte, la Bundesbank a voulu adresser une claire mise en garde aux partenaires sociaux⁽⁴⁾ en élevant ses taux directeurs en 1991, et montrer ainsi qu'elle veillera coûte que coûte au maintien de la valeur de la monnaie. La hausse des prélèvements obligatoires et le haut niveau des taux d'intérêt pèsent donc, cette année encore, sur la croissance.

(4) A cet égard, l'accord qui vient de clore la grève du secteur public et qui limite la hausse des rémunérations des fonctionnaires à un peu plus de 5 %, contre 10 pour les revendications initiales, est plutôt rassurant.

Jusqu'à quand cette orientation monétaire restrictive sera-t-elle maintenue ? Dans notre projection, l'inflation perdure en 1992 (4,5 %) et 1993 (4,1 %) du fait des augmentations salariales et du relèvement de la TVA de 14 à 15 % en 1993. Les taux d'intérêt courts ne diminuent donc guère avant mi-93.

A moyen terme, l'Allemagne de l'Ouest retourne à une croissance relativement modérée, de l'ordre de 2,7 % par an entre 1993 et 1997. En effet, alors qu'aucune impulsion ne vient plus des Länder de l'Est, la politique budgétaire reste restrictive pour contenir le déficit des comptes publics : les transferts à l'ex-RDA restent en effet importants sur toute la période, puisqu'ils s'élèvent encore à 130 milliards de DM en 1997. En contrepartie, les autres dépenses publiques sont très étroitement surveillées, et le taux des prélèvements obligatoires s'élève de 0,8 point entre 1991 et 1997. Le déficit public se réduit ainsi de 3,1 points de PIB en 1991 à 1,1 point en 1997.

L'inflation allemande est durablement supérieure à l'inflation française et ne retombe à 3,5 % qu'en 1997. En effet, malgré un accroissement de la population active de 0,5 % par an due à l'immigration et à la venue d'ex-Allemands de l'Est, le taux de chômage à l'Ouest se réduit à partir de 1993 pour atteindre 4,5 % en 1997 contre 6,3 % en 1992, ceci du fait de faibles gains de productivité dans l'industrie et de la baisse de la durée du travail à 35 heures.

L'Allemagne réunifiée

L'Allemagne réunifiée affiche le taux de croissance le plus élevé des grands pays européens : 3,2 % par an en moyenne de 1992 à 1997. Ses performances restent néanmoins durablement moins bonnes que celles de la RFA dans la décennie précédente : son solde courant, déficitaire de 1,3 point de PIB en 1991, ne se rétablit que progressivement pour atteindre un excédent de 0,6 point en 1997 alors que la RFA affichait un solde excédentaire de 4,4 points en 1989 ; son taux de chômage culmine en 1993 à 10,3 % pour redescendre ensuite à 8,3 % en 1997. Mais au total la nouvelle Allemagne relève de façon très satisfaisante le défi de la réunification.

France : les limites de la vertu

Après les années de croissance retrouvée de 1988 et 1989 (respectivement 4,3 et 3,8 % de hausse du PIB), l'économie française ralentit fortement en 1990 et 1991 : la croissance du PIB n'est plus que de 2 % puis 1,3 % en moyenne annuelle, mais de 1,6 % puis 1,8 % en glissement (tableau 16). Il s'agit d'un ralentissement conjoncturel traditionnel, provoqué par la faiblesse de la demande : en 1990, la croissance de la demande adressée à la France est en net repli et le pouvoir d'achat du revenu des ménages ne croît plus que de 1,3 % en glissement (contre 4,7 % en 1989), ce qui se répercute sur leur consommation ; en 1991, l'investissement des entreprises chute tandis que la demande mondiale se redresse quelque peu, en raison de la forte demande émanant de l'Allemagne. Par contre, la situation de l'offre est satisfaisante : l'inflation reste modérée, la situation financière des entreprises est bonne, la compétitivité s'améliore.

16. Quelques résultats significatifs : France

	1990	1991	1992	1993	1997 /1991
PIB total (1)	2,2	1,3	1,9	2,7	2,4
Importations (1)	6,5	2,8	4,7	6,4	5,3
Consommation des ménages (1)	2,9	1,5	1,9	2,6	2,3
Consommation finale des administrations	1,9	3,2	2,3	1,9	1,8
FBCF totale (1)	2,9	-0,6	1,2	3,0	2,9
dont FBCF productive marchande (1)	3,8	-2,5	1,6	3,2	3,3
Exportations (1)	5,5	4,0	5,4	6,2	5,6
Emploi total (1)	1,2	0,4	0,1	0,3	0,4
Population active (1)	0,6	0,9	1,0	0,5	0,7
Taux de chômage (en %)	8,9	9,3	10,1	10,4	11,1*
Prix du PIB (1)	3,0	3,1	3,0	2,8	2,9
Prix de la consommation (1)	3,0	3,1	3,1	2,8	3,0
Productivité du travail (1)	1,0	0,8	1,8	2,4	2,0
Taux de marge des entreprises (en %)	47,1	46,9	47,1	47,3	48,0
Pouvoir d'achat du salaire brut par tête (1)	2,0	1,5	1,3	1,6	1,4
Pouvoir d'achat du revenu disponible (1)	3,4	2,2	1,6	2,4	2,1
Taux d'épargne (en %)	10,3	11,3	11,0	10,8	10,2*
Besoin de financement des administrations (2)	1,5	2,2	2,3	2,1	1,8*
Taux de prélèvements obligatoires (en %)	43,7	43,9	43,9	44,1	44,5*
Solde des paiements courants (2)	-1,1	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5*

(1) Taux de croissance annuel en %.

(2) Points de PIB.

* Valeur en 1997.

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

C'est l'attente de la reprise qui continue à caractériser la situation conjoncturelle de la France au premier semestre 1992, puisque celle escomptée pour le second semestre 1991 ne fut pas au rendez-vous. Quels sont les facteurs qui impulseront cette reprise ? Quelle sera sa force ? Permettra-t-elle à l'économie française de retrouver un taux de croissance suffisant pour faire reculer le chômage ?

Le besoin d'emploi n'est pas satisfait

Notre scénario décrit une reprise modérée en 1992 (1,9 % de hausse du PIB en moyenne annuelle), amenant la croissance française au voisinage de 3 % de 1993 à 1995 ; du fait de l'évolution cyclique de l'investissement et de la formation de stocks, la croissance ralentit en 1996 et 1997 : le taux de croissance moyen est alors de 2,4 % de 1991 à 1997. Cette croissance est insuffisante pour faire reculer le chômage, dont le taux passe de 9,3 % en 1991 à 11,1 en 1997. En effet, la croissance de la productivité du travail est de 2 % sur la période (soit 4 % dans l'industrie et 1,5 dans les services) ; la croissance de l'emploi est donc de 0,4 % par an. Par contre, la croissance de la population active potentielle est de 0,7 % par an en moyenne (soit 85 000 par an) et ne ralentit qu'en fin de période.

Ce résultat est soumis à trois incertitudes : l'évolution de la population active potentielle est difficile à prévoir (en témoignent les forts niveaux atteints, de façon inattendue, en 1990 et 1991) ; n'oublions pas qu'il y a environ 800 000 personnes dans des dispositifs de stages, de préretraites, d'emplois fortement aidés, de sorte que tout relâchement de ces dispositifs provoque une poussée du chômage. En ce qui concerne la productivité du travail, les hypothèses retenues sont parmi les plus favorables : légère accélération de la croissance de la productivité du travail dans l'industrie (ce qui est favorable à la compétitivité et à la croissance) ; ralentissement de la croissance de la productivité dans le secteur abrité (ce qui est favorable à l'emploi). Reste le niveau de la croissance. *A priori*, celle-ci peut être limitée par trois facteurs : la demande, l'offre ou la contrainte extérieure. Voyons comment ceux-ci jouent à l'avenir.

La demande des ménages est limitée par la faiblesse des hausses de salaires...

La France se caractérise, depuis quelque années, par la faiblesse de la croissance du pouvoir d'achat du taux de salaire. Compte tenu de la croissance du chômage, cette modération est poursuivie dans notre prévision : le pouvoir d'achat du salaire n'augmente que de 1,4 % par an en moyenne de 1991 à 1997. Les transferts sociaux sont macroéconomiquement neutres puisque les hausses de prestations sont financées

par des hausses de cotisations (ou d'impôts à la charge des ménages). Au total, le pouvoir d'achat des ménages n'augmente que de 2,1 % par an.

L'année 1991 (et déjà l'année 1990, mais à un degré moindre) a été marquée par une hausse du taux d'épargne des ménages (de 0,5 point), contraire au comportement habituel des ménages de réduire leur taux d'épargne en période de ralentissement du taux de croissance de leur pouvoir d'achat. Naturellement, cette hausse de l'épargne s'est traduite par une baisse de l'activité (et donc de l'investissement) et non par une baisse des taux d'intérêt réels (et un essor de l'investissement). Faut-il y voir une modification durable du comportement des ménages (liée par exemple aux craintes sur l'avenir du système de retraites) ? Faut-il y voir la prise de conscience par les ménages de la dégradation de la situation économique, liée d'abord à la crise du Golfe, puis au retournement conjoncturel ? Selon l'enquête de l'INSEE, les prévisions des ménages quant à l'évolution de leur niveau de vie sont retournées à un bas niveau, les ménages prévoient de nouveau une forte dégradation du marché du travail et une faible inflation. La situation est donc instable : une amélioration des perspectives pourrait favoriser la consommation ; le maintien d'une conjoncture déprimée pourrait encourager l'épargne. Le choix retenu ici est celui d'une nette baisse du taux d'épargne entre 1991 et 93. Mais, au total, la consommation progresserait de 2,3 % l'an en moyenne et ne serait guère le moteur de la croissance.

Les contraintes de la politique économique

La politique économique ne peut guère jouer un rôle de soutien de la demande. Le taux d'intérêt français est fixé au plus bas niveau compatible avec la stabilité du franc dans le SME. Comme la fixité du taux de change avec l'Allemagne n'est plus mise en cause, les taux d'intérêt français rejoignent dès 1992 les niveaux allemands ; ils ne descendent pas en dessous car la perspective d'une réévaluation du franc n'est guère probable tant que la France connaît un nombre important de chômeurs. De plus, l'Allemagne retrouve après 1994 un fort excédent extérieur, qui contraste avec la persistance d'un léger déficit en France. La France suivant les taux d'intérêt nominaux allemands avec une inflation moindre, le taux d'intérêt réel français reste à des niveaux élevés jusqu'en 1995, date où l'Allemagne diminue la rigueur de sa politique monétaire : 6,4 % en 1992 ; 5 en 1995 ; 3,3 en 1997.

La politique budgétaire est partagée entre deux soucis qui peuvent nécessiter des niveaux différents des déficits publics : améliorer la situation financière de l'Etat et soutenir l'activité dans la limite compatible avec le déficit extérieur. L'hypothèse retenue ici est que le gouvernement accepterait de sacrifier quelque peu le premier objectif au second, comme il l'a fait en 1992. Le déficit des administrations dépas-

serait 2 points de PIB de 1991 à 1994 et le ratio de la dette publique au PIB continuerait de progresser de 24,6 à 28,6 points. Toutefois, notre prévision n'incorpore pas de programmes de privatisation ; un programme rapportant 20 milliards par an et utilisé uniquement à désendetter l'Etat aboutirait en 1997 à un déficit public plus bas de 0,3 point de PIB et à une dette publique plus basse de 1,4 point. Les effets désinflationnistes de la suppression du taux de TVA majoré en 1992 sont malheureusement masqués par la hausse du prix du tabac en 1992 et 1993. La part des prestations dans le PIB augmente d'environ 0,3 point de PIB par an, ce qui entraîne une légère hausse du taux de prélèvement obligatoire de 0,1 à 0,2 point par an.

La situation favorable de l'offre

La France ne connaît guère de contraintes macroéconomiques du côté de l'offre : la situation du marché du travail est détendue, les salaires progressent moins vite que la productivité du travail, bien que l'écart soit faible (1,4 % contre 2). Aussi, l'inflation reste-t-elle aux alentours de 3 %. Le taux de marge des entreprises qui a chuté de 1,1 point de 1989 à 1991 revient progressivement au fort niveau de 1989. Il en va de même pour leur taux d'épargne : la dégradation actuelle de la situation des entreprises n'est que conjoncturelle. Certes, les entreprises ont dû vivre avec des taux d'intérêt réels élevés, mais le ratio Intérêts nets/EBE reste en 1991 de l'ordre de 19,5 %, alors qu'il dépassait 25 % de 1973 à 1986. L'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance de l'économie est en 1991 plus élevé que jamais (5,6 points) en raison de l'obligation de suivre les taux allemands, du succès de la lutte anti-inflationniste et du ralentissement économique ; cet écart devrait s'atténuer avec la reprise et la baisse des taux allemands et passer à 3 points en 1994 et 1 point en 1997. Pour éviter une dérive de leur dette, dans une situation où le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance, les entreprises doivent avoir un besoin de financement inférieur à 2 points de PIB (car la dette des entreprises représente environ 33 % du PIB et la croissance du PIB est de 6 % en valeur) ; les entreprises sont restées bien en deçà de cette limite de 1984 à 1989, de sorte que leur endettement a diminué ; les 2 points ont été atteints en 1990 ; mais le besoin de financement des entreprises est redescendu à 1,4 point de PIB en 1991. Il est en prévision de l'ordre de 1,9 %. Les entreprises n'ont donc pas de difficulté à financer leurs investissements.

L'investissement des entreprises a diminué de 2,5 % en 1991. Les résultats de la dernière enquête « Investissements dans l'industrie » indiquent une baisse de 9 % en 1991, suivie d'une baisse de l'ordre de 4 % en 1992 : la reprise n'apparaît donc pas encore. Les marges de capacités disponibles avec embauche dans l'industrie sont à 22,5 % en avril 1992, contre 18,8 % en 91 et 14,7 en 90 : il n'est pas nécessaire

d'investir. La reprise de l'investissement sera donc modérée. L'investissement des entreprises a fortement soutenu la croissance en 1987 et 1988, période pendant laquelle il croissait au taux de 9,6 puis de 7,9 % ; ne peut-on pas imaginer une évolution similaire lorsque la reprise sera plus assurée ? Nous ne le pensons pas. En effet, les évolutions de 1987 et 1988 correspondent à une rupture dans le taux de croissance de l'économie qui est passée *grosso modo* d'un rythme de 2 % à un rythme de 4 %, ce qui justifie que la part de la FBCF productive dans le PIB soit passée de 12,2 % en 1985 à 13,7 en 1989 (le niveau de 1991 étant de 13,3 %) ; une croissance de l'ordre de 3 %, comme celle décrite par le compte de 1992 à 1995, ne nécessiterait qu'un retour à un taux de l'ordre de 13,7 %, taux qui tient compte d'une dégradation de la productivité du capital de 0,7 % par an, donc une croissance de l'investissement à des taux de l'ordre de 4 %. Les capacités de production dans l'industrie augmenteraient alors à un taux de 3 %, ce qui est suffisant compte tenu du rythme de croissance de la demande. L'investissement impulse certes la croissance de 1993 à 1995, mais moins que naguère.

A taux de croissance donné, l'investissement nécessaire est plus fort que jadis (en raison de la dégradation de la productivité du capital) et le profit requis pour financer cet investissement sans dégradation de la situation financière des entreprises est encore plus fort (en raison de la hausse des taux d'intérêt réels). Mais l'effort est derrière nous : la restauration des profits à un niveau suffisant s'est déjà faite grâce à la modération salariale (et à un moindre degré, grâce à la baisse de l'impôt sur les sociétés).

La contrainte extérieure

La prévision décrit le maintien du déficit extérieur à un chiffre voisin de 0,5 % du PIB, ce qui est un résultat satisfaisant. Le problème est donc : pourquoi n'est-il pas possible de croître plus vite, à déficit extérieur stable ? Le solde extérieur français souffre d'une hausse des intérêts nets versés à l'étranger (qui s'explique en partie par les forts emprunts de capitaux nécessaires pour financer les investissements français à l'étranger), de l'augmentation des prélèvements nets de la CE, puis d'une hausse de la facture énergétique (à partir de 1994), mais bénéficie d'un fort surplus du tourisme. Le point central est cependant le solde industriel, dont le déficit reste, à moyen terme, de l'ordre de 0,5 point de PIB. La France bénéficie d'une compétitivité favorable : à l'importation, les gains de compétitivité sont de 1,1 % par an (contre une perte de 0,9 % par an sur la période précédente) ; aussi, les importations en volume ne croissent-elles qu'à 6,8 % l'an (contre 8,7 % de 1985 à 1991 pour une croissance similaire de la demande intérieure) ; de même, à l'exportation, la compétitivité s'améliore de 1 % par an (au lieu d'être stable), les gains de parts de marché sont de 1 % par an (au lieu d'une perte de 1 %). Au total, les gains de compétitivité

permettent un supplément de croissance de 0,5 % par an de 1991 à 1997 et une amélioration du solde extérieur de 40 milliards en 1997. Leur importance est donc sensible, mais insuffisante.

La croissance française apparaît donc foncièrement saine, mais sans moteur interne : les politiques qui stimuleraient la demande (hausse des salaires, hausse du déficit public) détérioreraient l'offre ou la situation extérieure. Il ne reste qu'à attendre que jouent à plein les effets du rétablissement de la compétitivité et de la rentabilité des entreprises ou à compter sur un facteur externe : la reprise américaine ou la baisse des taux allemands.

Italie : *la dolce vita e finita*

Un paradoxe gouverne désormais l'Italie : elle est à la fois l'un des plus ardents défenseurs de la construction de l'UEM et l'une des économies les moins prêtes à participer au mécanisme de monnaie unique, au vu des critères requis en 1997. Bien que l'adhésion à part entière à l'Europe monétaire à cette échéance soit considérée dans la péninsule comme essentielle et fasse l'objet d'un consensus national, les comportements des agents économiques, en matière salariale et budgétaire, ne se sont jusqu'à présent guère adaptés aux contraintes de convergence européenne. L'année 1991 est apparue à ce titre particulièrement noire, avec une inflation salariale très vive (6,4 %), un dérapage du déficit budgétaire, un accroissement corrélatif de la dette publique, un creusement du déficit extérieur. Les cinq prochaines années seront, en Italie peut-être plus qu'ailleurs, profondément conditionnées par les échéances européennes. La péninsule parviendra-t-elle à réconcilier, à moyen terme, son sentiment profondément européen et ses habitudes profondément italiennes ?

Les éléments-clé : évolutions salariales et politique budgétaire

Un certain nombre d'éléments montrent que ces « habitudes italiennes » sont d'ores et déjà en passe d'être bousculées. Ainsi en est-il de la Scala Mobile, la version italienne de l'indexation des salaires, qui

a été gelée en décembre 1991 et ce jusqu'en juin 1992. A cette date reprendront les négociations entre partenaires sociaux. Il est néanmoins peu probable que ce mécanisme soit rétabli dans sa version ancienne. C'est là un élément crucial qui permettra à l'Italie de parachever la désinflation commencée avec l'entrée dans le SME, mais interrompue depuis quelques années par les pressions salariales. Une hypothèse centrale de notre projection est donc la modération de l'évolution des salaires réels, lesquels progressent dès 1993 à un rythme moins soutenu que celui de la productivité du travail, permettant un ralentissement marqué des coûts salariaux unitaires. En conséquence, l'inflation rejoint à partir de 1995 un rythme de 3,6 % (tableau 17).

17 Quelques résultats significatifs : Italie

	1990	1991	1992	1993	1997 /1991
PIB total (1)	2,2	1,4	1,5	2,2	2,3
Importations (1)	7,9	2,9	3,5	5,9	4,9
Consommation des ménages (1)	2,8	2,8	2,2	2,3	2,1
Consommation finale des administrations	1,3	1,7	1,3	1,3	1,4
FBCF totale (1)	3,3	0,9	0,7	1,8	2,0
dont FBCF productive marchande (1)	3,4	1,5	0,4	1,4	1,7
Exportations (1)	7,8	-0,8	2,6	7,0	5,7
Emploi total (1)	1,1	0,8	0,2	0,2	0,4
Population active (1)	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3
Taux de chômage (en %)	11,4	10,9	11,0	11,1	10,6*
Prix du PIB (1)	7,5	7,3	5,7	4,9	4,1
Prix de la consommation (1)	6,4	6,4	5,6	4,8	4,2
Productivité du travail (1)	1,1	0,6	1,3	1,9	1,9
Taux de marge des entreprises (en %)	48,2	47,4	47,3	47,5	48,1
Pouvoir d'achat du salaire brut par tête (1)	5,5	2,6	1,3	1,6	1,3
Pouvoir d'achat du revenu disponible (1)	3,4	2,5	1,9	2,2	1,8
Taux d'épargne (en %)	14,2	13,7	13,4	13,1	11,2*
Besoin de financement des administrations (2)	10,9	10,5	10,5	10,4	8,3*
Taux de prélèvements obligatoires (en %)	40,5	41,0	41,3	41,7	44,0*
Solde des paiements courants (2)	-1,3	-1,8	-1,9	-1,9	-2,1*

(1) Taux de croissance annuel en %.

(2) Points de PIB.

* Valeur en 1997.

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

Le deuxième élément central de la projection est l'évolution de la politique budgétaire. La désorganisation politique issue des dernières élections ne permet pas d'augurer à court terme de réforme importante

concernant la procédure budgétaire. En conséquence, le déficit budgétaire se maintient, dans notre prévision, en 1992 et 1993 à environ 10,5 % du PIB. A moyen terme, il est néanmoins fait l'hypothèse que l'Italie réussit à mettre en place des augmentations d'impôts (le taux de prélèvements obligatoires augmente de 3,5 points entre 1991 et 1997), à modérer l'évolution de certaines dépenses publiques (les retraites notamment), et à opérer des privatisations. Le déficit budgétaire peut en conséquence se réduire progressivement (il atteint 8,3 % du PIB en 1997) mais à un rythme encore insuffisant pour enrayer la progression du ratio de la dette publique au PIB, qui culmine à la fin de la projection à 116 %.

Cinq années de « rigueur à l'italienne » ?

Modération salariale et politique budgétaire relativement restrictive pèsent sur la croissance : celle-ci s'établit à 2,3 % par an en moyenne sur la période 1991-97. Cette performance est inférieure à celle des grands pays européens et, en particulier, inférieure à celle de la France (2,4 %). En effet, la croissance de la consommation des ménages est ralentie par l'évolution du revenu disponible, et ce malgré la baisse du taux d'épargne permise par la désinflation. Le ralentissement de la hausse des prix est insuffisant pour enrayer totalement les pertes de compétitivité de l'économie italienne qui continue à perdre des parts de marché. Néanmoins, la contribution des échanges extérieurs à la croissance redevient positive, grâce notamment à une demande adressée qui progresse en moyenne de 5,8 % l'an entre 1991 et 1997. Conséquence d'une croissance faible, le taux de chômage se maintient à son niveau de 1991 pendant presque toute la période de projection, et s'établit encore en 1997 à 10,6 %. De même, l'insuffisance de la réduction du déficit public est en partie due à la faiblesse de la croissance et des recettes fiscales.

La désinflation permet de limiter les pertes de compétitivité mais, si le solde commercial est stabilisé, le solde courant se dégrade du fait de l'alourdissement de la charge d'intérêt sur la dette extérieure : le déficit de la balance courante se creuse et atteint 2,1 points de PIB en 1997. La dévaluation de la lire est évitée, en particulier parce que les conséquences d'un réalignement (perte de crédibilité de la politique monétaire, regain d'inflation importée, relâchement des contraintes pesant sur les comportements des agents économiques) sont désormais jugées plus coûteuses que les pertes de compétitivité liées au maintien de la parité. La lire reste donc dans sa bande de fluctuation actuelle, mais ceci au prix d'un solde courant dégradé et de la persistance d'une prime de risque sur les taux d'intérêt : l'écart de taux avec l'Allemagne, qui s'est établi à 3,3 points en 1991, se réduit en prévision mais atteint encore 1,5 point en 1997.

Ainsi l'Italie fait-elle, dans notre projection, le difficile apprentissage de la désinflation compétitive, qui contraint la croissance alors que les

gains en termes de solde extérieur sont lents à se manifester. En 1997, bien peu de critères d'adhésion à la monnaie unique sont remplis : l'inflation est certes maîtrisée mais le déficit budgétaire reste important et la dette publique n'est pas encore stabilisée en part du PIB. Le bilan est donc mitigé, mais n'ayant aucune marge de manœuvre propre, l'Italie ne peut connaître, dans un contexte économique international qui reste morose, la croissance qui permettrait le redressement de ses comptes publics.

Royaume-Uni : la fin du tunnel pour 1993 ?

Les élections législatives ont eu lieu le 9 avril 1992 en Grande-Bretagne. Les Conservateurs ont conservé la majorité absolue au Parlement ; John Major est resté premier ministre. En termes de politique économique, le cap est officiellement maintenu, avec pour objectif de moyen terme l'adhésion à l'UEM en 1997. Le Royaume-Uni dispose de l'un des plus faibles ratios Dette Publique/PIB en Europe. Les trois faiblesses britanniques par rapport aux critères de Maastricht sont la position précaire de la livre dans le SME, les tensions inflationnistes rémanentes et l'ampleur du déficit public prévisible pour les trois années qui viennent (plus de 4 points de PIB). La politique économique du Royaume-Uni devrait donc s'articuler autour de deux axes : une politique monétaire visant à stabiliser la livre autour d'une parité durable tout en réduisant l'inflation et une politique budgétaire progressivement restrictive permettant de résorber l'important déficit public. Selon notre prévision, le Royaume-Uni pourrait rentrer dans l'UEM dès 1997.

Après une forte récession en 1991 (-2,2 % pour le PIB), la reprise de 1992 reste molle (+0,8 %) en raison de l'endettement des agents privés. La forte reprise de la demande n'intervient que dans les années 1993-95 (croissance supérieure à 3 %) lorsque la situation financière est assainie. A moyen terme, la croissance reste relativement forte (entre 2 et 3 %), soutenue par la consommation. A court terme, un réalignement semble inévitable si la livre veut évoluer au sein de marges étroites dans le SME, ce qui stimulerait les exportations et donnerait quelques marges de manœuvre pour baisser les taux d'intérêt. Le profil général de la prévision MIMOSA pour l'économie britannique de 1992 à 1997 ressemble à la période française 1981-1987 : il fait apparaître une désinflation modérée payée par un chômage durablement élevé (supérieur à 10,5 % de la population active), qui contribue à contenir l'inflation salariale.

La conjoncture : *stop and go again*

La récession de 91 a été beaucoup plus importante que prévue, ceci en raison d'un effondrement de toutes les composantes de la demande : consommation des ménages (-1,7 %), investissement-logement (-9,2 %), investissement des firmes (-11,9 %). C'est la plus forte récession qu'ait connu le pays depuis 1945. Elle s'explique principalement par l'accroissement des charges financières pesant sur les agents privés : ménages fortement endettés et entreprises réduisant leur investissement. Comme aucun déblocage des taux d'intérêt n'intervient en Europe, et que la croissance américaine ne reprend pas significativement, le redémarrage de l'activité au Royaume-Uni ne peut être que lent. La prévision incorpore pour 1992 une croissance faible du PIB (+ 0,8 %).

Ces dernières années, la politique monétaire a servi successivement trois objectifs : le contrôle de l'inflation par la demande, le soutien de la position de la livre au sein du SME et le retour de la croissance. Le ralentissement de l'activité interne du Royaume-Uni a conduit les autorités monétaires à abaisser de 4,5 points leur taux d'intérêt début 1991. Dix-huit mois après son entrée dans le SME, on constate que — malgré la forte baisse des taux — la livre s'est maintenue contre le mark dans ses marges de ± 6 %. Après une embellie début 1991 (guerre du Golfe, reprise de la production pétrolière, crédibilité de l'engagement dans le SME), la livre a baissé jusqu'aux élections (flirtant avec son cours plancher contre la peseta). Au vu du faible écart de rendement entre Londres et Francfort (1 point en avril 1992), c'est une bonne performance. La victoire des conservateurs s'est traduite par un certain redressement de la livre sur les marchés, permettant une nouvelle baisse du taux de base de 0,5 point début mai. Mais les perspectives médiocres pour 1992 ne semblent pas permettre un assouplissement significatif de la politique monétaire sans réaligement de la livre à la baisse. Le gouvernement s'est engagé à restreindre les marges de fluctuation à 2,25 % sans changement de parité (2,95 DM). Néanmoins, au delà de l'embellie conjoncturelle, cette parité semble intenable à moyen terme et nous tablons sur un cours-pivot de 2,80 DM pour des bandes étroites.

En raison de la forte récession (recettes en baisse et prestations en hausse), le déficit budgétaire observé pour 1991/92 est de 1,7 % du PIB. Le budget proposé pour 1992/93 autorise un fort déficit de 4,5 points de PIB. Les principales mesures sont la création d'une première tranche d'imposition au taux marginal de 20 % (contre 25 auparavant) et un déblocage de fonds pour la rénovation du réseau routier. Compte tenu de la faible reprise, le besoin de financement des administrations continue à croître en 1993 (plus de 5 points de PIB), pour diminuer progressivement par la suite afin de satisfaire les conditions de Maastricht (augmentation des prélèvements sur les ménages et ralentissement de la demande publique à partir de 1995).

En 1991-92, la demande interne est fortement contrainte par l'endettement des agents : les ménages diminuent leur consommation et les entreprises connaissent un important ajustement avec de fortes réductions d'effectifs. Les taux d'intérêt demeurent très élevés en 1992 (10 % en mai).

Pour faire face aux remboursements hypothécaires et à la montée du chômage (qui atteint 9,4 % en 1992), les ménages ont fortement réduit leur consommation (-1,7 %) et augmenté leur taux d'épargne (qui atteint 11,2 % en 1992). Si le rythme d'accroissement du nombre des chômeurs s'est ralenti depuis le début de 1992 (+100 000 par mois en 1991, +45 000 début 1992), les perspectives restent maussades. Les hausses de salaires sont modérées par cette montée du chômage : 6,7 % pour le salaire nominal en 1992 contre 8,2 en 1991, et 10,5 en 1990. Le revenu des ménages progresse de 4,6 % en 1992 en raison de la réduction des impôts directs, mais la consommation ne reprend que lentement car les ménages continuent à assainir leur position financière.

Les entreprises britanniques subissent également la récession. La politique de l'offre menée par le gouvernement Thatcher s'est avérée inefficace : l'industrie continue à régresser et la précarité des emplois tertiaires a conduit à une hausse rapide du chômage. Quatre éléments expliquent la chute de l'investissement et la dégradation de la situation financière des entreprises en 1990-91 : les augmentations de salaire importantes ont provoqué une forte hausse des coûts salariaux unitaires ; le coût de l'endettement reste important ; les perspectives de débouchés sont moroses ; la surévaluation de la livre pénalise les exportations dans un marché mondial déjà rétréci par la récession américaine. Les faibles perspectives de croissance interne, les marges de capacité de production élevées (36 % en 1991, 30 en 1992) et le coût du capital limitent l'investissement des firmes qui continue à baisser en 1992 (- 5,1 %). Les gains de productivité en 1992 (+ 3,1 %) permettent un léger assainissement de la situation financière des entreprises dont le taux de marge est en progression de 0,5 point (tableau 18).

La récession interne a permis aux déficits extérieurs de se résorber sans toutefois parvenir à retrouver l'équilibre. Le solde courant s'établit à - 1 point de PIB en 1991, et à - 0,9 % en 1992 (contre - 2,8 % en 1990). L'amélioration du solde commercial en 1991 résulte de la contraction des importations (- 2,9 %) plus que du dynamisme des exportations (+ 0,7 %), car le commerce mondial est atone du fait de la récession américaine. En 1992, grâce à une livre dévaluée, les exportations sont plus dynamiques (+ 5,1 %) et la balance commerciale s'améliore malgré la reprise des importations (+3,4 %).

Le ralentissement des salaires amorcé à partir de 1990 semble se poursuivre (6,7 % en 1992) en raison de la montée du chômage et de la baisse de l'indice des prix de détail. Les licenciements ont permis d'améliorer la productivité (+3,1 % en 1992) ce qui modère l'évolution

18. Quelques résultats significatifs : Royaume-Uni

	1990	1991	1992	1993	1997 /1991
PIB total (1)	1,1	-2,2	0,8	3,5	2,6
Importations (1)	1,0	-2,9	3,4	5,8	4,7
Consommation des ménages (1)	0,8	-1,7	0,2	2,0	2,3
Consommation finale des administrations	3,1	2,4	2,7	1,8	1,4
FBCF totale (1)	-2,1	-10,5	-1,9	6,3	4,5
dont FBCF productive marchande (1)	-0,8	-11,9	-5,1	4,9	3,7
Exportations (1)	5,0	0,7	5,1	4,9	4,7
Emploi total (1)	0,3	-2,7	-1,3	-0,2	0,3
Population active (1)	-0,2	-0,3	1,0	0,2	0,5
Taux de chômage (en %)	5,9	8,3	10,8	11,1	10,7*
Prix du PIB (1)	6,4	6,9	4,1	2,9	3,8
Prix de la consommation (1)	5,6	7,4	4,4	2,8	3,5
Productivité du travail (1)	0,7	-0,6	3,1	4,6	2,4
Taux de marge des entreprises (en %)	-1,2	-1,2	0,5	1,6	1,4
Pouvoir d'achat du salaire brut par tête (1)	4,7	0,6	2,2	2,1	2,5
Pouvoir d'achat du revenu disponible (1)	3,2	-1,3	4,6	2,8	3,1
Taux d'épargne (en %)	9,0	9,4	11,2	12,1	11,8*
Besoin de financement des administrations (2)	0,7	1,7	4,7	5,7	2,7*
Taux de prélèvements obligatoires (en %)	35,7	35,8	33,2	32,7	35,5*
Solde des paiements courants (2)	-2,8	-1,0	-0,9	-1,0	-0,8*

(1) Taux de croissance annuel en %.

(2) Points de PIB.

* Valeur en 1997.

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

du prix du PIB (4,1 % en 1992) et celle du prix de la consommation (4,4 % en 1992 contre 7,4 en 1991), mais un écart d'inflation subsiste avec les partenaires.

Le moyen terme : sur le chemin de Maastricht

Le gouvernement britannique a réaffirmé son engagement à respecter les critères d'admission de Maastricht, soit un déficit public inférieur à 3 % et une inflation inférieure à 4,5 % environ en 1997. La MTFS (Middle Term Financial Strategy) comprend des objectifs de réduction de l'inflation, de diminution de la pression fiscale et de privatisations, mais ne comporte pas de volet social ou industriel précis.

Le gouvernement Major cumule aujourd'hui légitimité politique et durée d'action. Quelles seront les parts relatives de l'héritage du Thatcherisme libéral et de la tradition sociale-démocrate du conservatisme dans la définition de la politique économique ? Si à court terme une réorientation semble s'amorcer, avec un engagement européen plus net, un ralentissement des plans de privatisation et l'abandon de l'orthodoxie budgétaire, la politique économique de moyen terme est centrée sur l'adhésion à l'UEM en 1997 avec des politiques budgétaire et monétaire restrictives. La pression fiscale sur les ménages est relevée à partir de 1995 pour diminuer le déficit public ; il se réduit lentement à partir de 1995 pour s'établir à 2,9 points de PIB en 1997. La stabilisation de la livre au sein du SME et le retour de la croissance permettent de diminuer durablement l'écart entre les taux britanniques et les taux allemands.

Le profil du compte se caractérise par une croissance assez forte du PIB en 1993-95 (plus de 3 %), qui retombe progressivement : 2,9 % en 1996 puis 2 % en 1997 en raison du ralentissement de la consommation des ménages. Cette croissance est faiblement créatrice d'emplois, et le chômage augmente jusqu'en 1994 avec 3,3 millions de demandeurs d'emploi, soit 11,3 % de la population active. Par la suite, il diminue progressivement et se stabilise autour de 10,5 %. Les réductions d'effectifs dans le secteur industriel durent jusqu'en 1995, ce qui permet de renouer avec des gains de productivité supérieurs à 5 % et des coûts salariaux en baisse, et donc une inflation modérée (2,8 % en 1994, 4,4 en 1997). La stabilisation du déficit courant autour de 1 point de PIB concourt à la crédibilité de la position de la livre au sein du SME et la prime de risque pesant sur la livre disparaît en 1997. Le commerce extérieur bénéficie progressivement des gains de compétitivité de l'industrie, et le solde commercial n'est pas trop dégradé par la croissance : il passe de -3,1 points de PIB en 1993 à -3,5 en 1995 pour s'établir à -2,7 points en 1997 lorsque la croissance s'essouffle.

La croissance initiée par la relance budgétaire en 1992-93, est essentiellement portée par la consommation des ménages de 1994 à 1997. L'investissement demeure atone en raison des importantes marges de capacité disponibles. La désinflation se poursuit jusqu'en 1994 grâce aux gains de productivité et à la modération salariale, mais les prix redémarrent en 1995 pour accélérer jusqu'en fin de période lorsque le chômage est stabilisé autour de 10-11 % . L'inflation atteint 4,4 % en 1997, soit une progression compatible avec les critères de Maastricht. Grâce à une politique modérément restrictive, le Royaume-Uni rentre donc dans l'UEM dès 1997, le fort chômage apparaissant comme le tribut à payer pour atteindre la convergence.

Europe de l'Est ⁽⁵⁾ : quelques poignées de dollars

En 1991, la situation de l'ensemble des pays de l'Europe de l'Est et de l'Europe centrale 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 de la situation 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 entre les républiques et les risques de conflits viendront s'ajouter aux effets, d'abord défavorables, de la thérapie de choc entreprise en Russie. Dans les pays les plus avancés dans les réformes, la baisse de production devrait être moindre que celle de 1991, grâce au développement du secteur privé. Mais ces pays ne renoueraient avec la croissance qu'à partir de 1993.

Echanges extérieurs : à la conquête de l'Ouest ?

En 1991, le commerce interne à la zone aurait chuté d'environ 40 % en volume, sous l'effet de la baisse générale de l'activité, de l'effondrement du marché de l'Union Soviétique, mais aussi du changement du mode de règlement des échanges de la zone. Alors que 80 % des échanges s'effectuaient en roubles transférables en 1990, cette part ne représente plus que 10 % en 1991. Le poids du service de la dette a contraint l'ex-URSS à réduire ses importations de 45 %, ce qui a conduit à un excédent commercial de 4 milliards de dollars. Cet excédent est toutefois encore insuffisant pour assurer le service de la dette. En fin d'année, le remboursement du principal a été suspendu unilatéralement mais devrait reprendre en 1993. La réduction des importations « soviétiques » a créé des pénuries de consommations intermédiaires au sein de la CEI, mais elle a également fortement affecté les partenaires d'Europe centrale en réduisant leurs débouchés. La baisse des exportations énergétiques de la CEI a aussi provoqué des pénuries dans les pays d'Europe centrale. Par contre, les échanges entre les trois pays les plus avancés dans les réformes (Tchécoslovaquie, Pologne, Hongrie) semblent se renouer.

Quoiqu'impressionnants, les progrès du commerce des pays d'Europe centrale avec l'OCDE n'ont compensé que partiellement la contraction du marché soviétique. Ces progrès ont été importants pour les trois pays les plus avancés qui bénéficient d'un traité d'association

(5) L'Est comprend la CEI mais non l'ex-RDA.

avec la CE, signé fin 1991, prévoyant l'abaissement des droits de douane dans la Communauté d'abord, puis dans les trois pays cités. Peu de progrès ont cependant été réalisés sur les trois produits sensibles : acier, textile, agriculture. Les importations de la Hongrie et de la Pologne, pays qui bénéficient d'importants flux de capitaux, ont fortement augmenté. En Roumanie et en Bulgarie, la pénurie de prêts en devises en raison de l'instabilité politique pour la première, et du moratoire de 1990 pour la seconde a entraîné une forte réduction des importations.

La CEI dans le désordre

La fin de l'année 1991 aura été marquée par l'éclatement de l'empire et la naissance d'un projet sans contenu, la CEI. Les derniers chiffres disponibles font apparaître une baisse du PIB de 17 % en 1991. Des mouvements sociaux se sont développés dans les mines et dans les gisements pétroliers, provoquant une baisse de la production pétrolière de 10 %, ce qui a grevé les recettes d'exportations. Par ailleurs, en raison des conflits entre les Républiques, de nombreuses livraisons ont été interrompues, ce qui a provoqué une pénurie de consommations intermédiaires. Les autorités locales ont souvent empêché les entreprises d'« exporter » les produits locaux vers d'autres républiques pour faire pression pour leur indépendance et favoriser leurs administrés. Enfin, devant l'accumulation d'arriérés de paiements, les partenaires de l'ex-Union Soviétique se sont montrés très prudents.

A la suite des réformes engagées sur les prix en 1991, ceux-ci se sont envolés. Cette hausse n'a été compensée qu'à 85 % sur les revenus, notamment par l'indexation partielle du salaire des fonctionnaires et du salaire minimum, ce qui en limite le coût pour les ménages mais accroît le risque d'hyper-inflation. En conséquence, la baisse de 15 % des salaires réels a réduit la consommation de 17 %. Les anticipations de hausse des prix, mais aussi l'explosion des coûts d'approvisionnement, ont fortement réduit les ventes de produits agricoles à l'Etat.

Le déficit budgétaire — 25 % du PNB après consolidation des comptes des Républiques — s'est creusé sous l'effet de la récession, mais surtout de la « guerre des budgets », les Républiques ne reversant plus les recettes à l'administration centrale. Il conduit à une forte croissance de la masse monétaire et à une crise de confiance dans le rouble.

L'année 1992 sera au moins aussi sombre que la précédente. La naissance de la CEI en décembre dernier n'a pour l'instant aucun effet concret. Le texte signé à Minsk fait bien état d'une coordination économique, mais plusieurs républiques ont fait part de leur volonté de créer

leur propre monnaie. En Ukraine, des coupons ont été introduits en janvier pour remplacer le rouble, avant que ne soit introduite une nouvelle monnaie. D'autre part, la Russie s'est engagée dans une thérapie de choc à la polonaise sans concertation avec les autres républiques. Devant le risque de voir leurs étalages dévalisés, les autres républiques n'ont pu que suivre.

A l'image de l'expérience récente du CAEM, les échanges, et donc la production risquent de se réduire encore en 1992 au sein de la CEI. La Russie a, d'ores et déjà, introduit le commerce en devises et aux prix mondiaux avec les républiques baltes et elle menace du même traitement les autres républiques qui ne coopéreraient pas. La production risque de se heurter, cette année encore, à des pénuries d'intrants en raison des conflits entre républiques, mais aussi de la faiblesse des apports financiers extérieurs. Si, récemment, un financement de 24 milliards a été annoncé pour la seule Russie, cette somme devrait être étalée dans le temps et de toute façon conditionnée à la bonne marche des réformes.

A l'heure où Boris Eltsine s'engage dans des réformes aux conséquences impopulaires, il ne bénéficie pas du même soutien que les autorités polonaises. Le risque d'une instabilité politique est donc fort. Peut-on néanmoins s'attendre à un impact positif de toutes ces réformes ? A très court terme, les magasins pourraient être mieux approvisionnés, mais il s'agirait surtout d'un déstockage massif et d'une forte baisse de la demande ; le développement de l'incertitude économique ne permet guère d'espérer une forte hausse de l'offre.

Les autres pays d'Europe de l'Est : le choc des réformes et des politiques de stabilisation

Tous les pays d'Europe centrale se sont engagés dans des réformes importantes accompagnées de plans de stabilisation. Malgré leurs effets sur l'éclosion du secteur privé, les baisses de production ont été très fortes. Le secteur privé ne représente que 10 % de l'industrie en Hongrie, 16 % en Pologne, et 2 % en Tchécoslovaquie. Les pays les moins avancés dans les réformes (Roumanie, Bulgarie) ont vu les règles antérieures de coordination s'effondrer sans qu'elles ne soient remplacées par de nouvelles formes. De manière générale, les réformes ont conduit à une grande incertitude qui compromet les investissements et la reprise.

Les réformes ont consisté à établir la liberté d'initiative, à supprimer de nombreuses subventions et à privatiser. Les privatisations n'ont pas eu encore beaucoup de succès. La libéralisation des prix a provoqué des hausses du coût des approvisionnements, entraînant la disparition

des activités peu viables. D'autant plus que les marchés se sont ouverts à l'extérieur et que les consommateurs ont préféré les biens importés. Les politiques monétaire et budgétaire ont été très restrictives ; la régulation salariale a été relativement ferme avec l'introduction d'une taxe sur les hausses de salaires excessives dans le secteur public : l'Etat a réduit ses dépenses, via la baisse des subventions, et a tenté de contrôler la masse monétaire. Sur le plan du déficit budgétaire, qui conditionne en partie les prêts du FMI, les résultats ont été mitigés. Les déficits se sont creusés en Hongrie et en Pologne, parce que l'activité a baissé mais aussi en raison de l'évasion fiscale. Par contre, la Tchécoslovaquie se retrouve, avec un léger excédent, grâce au profit dégagé par les entreprises publiques avec la hausse des prix. Les tensions sociales et politiques engendrées par la dépression pourraient conduire à remettre en cause les politiques restrictives.

Avec l'éclosion des petites entreprises, et malgré l'évolution défavorable de la CEI, les baisses de production devraient être moindres cette année. Mais la croissance ne reprendrait qu'à partir de 1993 pour les pays les plus avancés dans les réformes, et de 1994 pour la CEI et les autres.

A moyen terme : quelques milliards de dollars

En 1991, l'ouverture des pays de l'OCDE aux produits de l'Europe centrale a été importante, favorisée par de nombreux traités : traité d'association avec la CEE, traité de coopération avec l'AELE, décision de réduire la liste du COCOM, et adoption par les Etats-Unis de la clause de la nation la plus favorisée... Cette ouverture pourrait se trouver ralentie car, même si les exportations de l'Est restent faibles au regard du commerce des pays de l'Ouest, 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 fermeture 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, mais aussi à la préférence des consommateurs pour les biens étrangers, a évincé une partie de l'industrie locale. La remise en cause de l'ouverture aux produits occidentaux ne manquerait pas de créer des tensions avec les pays de l'OCDE.

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 ⁽⁶⁾, nous avons tracé un scénario dans lequel les pays de l'Est recevaient des flux de capitaux importants, s'élevant à 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, de 4,6 milliards de dollars en 1990 à 1,6 en 1991, et les investissements directs représentent un peu moins de 2 milliards de dollars cette année, en dépit d'une législation de plus en plus favorable aux investisseurs étrangers. Les prêts publics et multilatéraux se sont développés : selon l'ONU, le financement brut des pays de l'Est s'élève à 9 milliards pour 1990, 19 milliards pour 1991. Mais, à l'exemple de la Pologne, les prêts extérieurs pourraient se ralentir si la situation ne se stabilisait pas rapidement et si les déficits budgétaires continuaient 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 relativement faibles, aux alentours de 1,2 % du PIB pour l'Europe centre-orientale et de 0,7 % pour l'ex-URSS. Les exportations croîtraient alors à 4,7 % par an, 3,5 seulement pour les produits manufacturés mais 10 % pour les produits agricoles et les services. Les exportations d'énergie augmenteraient de 4,7 %, sous l'effet d'une remontée des capacités de production de 1,7 % par an et de la mise au rebut d'équipements trop consommateurs d'énergie. Les importations manufacturières pourraient alors 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 serait inférieur de 15 % à son niveau de 1989.

(6) Cf « *Economie mondiale 1990-2000 : l'impératif de croissance* », CEPII-OFCE.

Pétrole et matières premières : un mieux après la chute ?

En 1991, le prix du baril de pétrole (Dubai) a baissé de 19 %, atteignant ainsi 15,2 dollars de 1989, un des niveaux les plus bas depuis le premier choc pétrolier. Cette baisse a résulté de la persistance d'un excès d'offre sur le marché. En effet, en dépit de la baisse de la production (-0,3 % en moyenne annuelle) et de l'accroissement de la demande mondiale (+ 0,3 %), l'écart n'a pas été comblé et s'est établi à 0,3 million de barils/jour (mbj) en moyenne sur l'année. Si l'on replace l'équilibre offre-demande dans une perspective plus longue, en prenant une année de référence située avant les bouleversements à l'Est et la crise du Golfe, on constate que l'offre mondiale est passée de 64,7 mbj en 1988 à 66,7 mbj en 1991 et ce malgré la forte baisse de la production de l'ex-URSS — de 12,6 mbj en 1988 à 10,4 en 1991. Ce surcroît de production est dans une large mesure imputable aux pays de l'OPEP dont la production a fortement augmenté lors des événements du Golfe et a été maintenue après la fin de la crise. La production de l'OPEP est passée de 21,7 mbj en 1988 à 25,4 en 1991. A l'origine de l'accroissement de la demande mondiale en 1991, se trouve la croissance des pays en développement, notamment des pays asiatiques. Dans l'OCDE, le niveau de la demande a été sensiblement le même qu'en 1990.

Pour l'année 1992, on peut tabler sur une stabilité du prix nominal. En effet, des mouvements contraires sur l'offre comme sur la demande devraient se compenser. L'offre serait de nouveau amputée par les difficultés de production à l'Est. Mais un niveau de production suffisant de l'OPEP, de l'ordre de 24 mbj, supérieur donc au plafond officiel actuel de 22,9 mbj, serait maintenu avec le retour rapide du Koweït sur le marché. La demande baisserait fortement dans les pays de l'Est pour cause de crise économique, mais serait en légère reprise dans les pays de l'OCDE et en croissance soutenue en Amérique latine et en Asie. Cependant, dans l'hypothèse d'un retour rapide de l'Irak sur le marché (2,8 mbj en 1989 contre 0,5 actuellement en raison du blocus) et sans accord au sein de l'OPEP en vue d'absorber le surplus de production, le prix s'en trouverait déprimé.

A moyen terme, nous avons retenu une hausse du prix réel du pétrole à un rythme annuel de 4 % sur la période 1990-2000, proche du niveau des taux d'intérêt réels, qui implique une hausse de 8 % de 1994 à 2000. Le prix du baril (Dubai) s'établit en 1997 à 19,4 dollars de 1989 (graphique 9).

9. Indice du prix réel du pétrole *



* Prix spot de l'Arabian light jusqu'en 1986, prix spot du Dubaï au-delà. Déflaté par le prix des exportations de l'OCDE en produits manufacturés. Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

En 1991, les prix des matières premières se sont inscrits de nouveau en baisse (tableau 3). Les matières premières pour l'industrie ont été les plus touchées avec une baisse de plus de 7 %. Cette évolution est à attribuer en grande partie à la décélération économique mondiale, mais aussi pour un certain nombre de produits — les métaux — à l'abondance de l'offre. L'ex-URSS a en effet inondé les marchés pour parer à ses besoins en devises. En 1992, grâce à une reprise de la demande, on peut espérer une stabilité des cours réels que l'on suppose maintenue à moyen terme.

Pays du Sud : des performances contrastées

Afrique : des perspectives médiocres

L'année 1991 s'est soldée pour l'Afrique par une nouvelle baisse du PIB par tête (-0,5 point). En effet, cette région a dû faire face à un environnement international très dégradé. La baisse de l'activité dans les pays industrialisés a fortement pesé sur les exportations ; la pour-

suite de la baisse du prix des produits primaires, et la baisse du prix du pétrole pour le Nigéria et le Gabon, ont nettement réduit les recettes commerciales. Certes les évolutions au sein de la zone ont été diverses. Des pays comme le Cameroun et la Côte d'Ivoire — avec une baisse du PIB de 4 et 2 % respectivement — ont souffert particulièrement de la chute des prix des produits de base ; le Nigéria, géant de la région, a préservé un taux de croissance supérieur à 4 %. Les performances de la région pour 1992 ne s'amélioreront que légèrement du fait de la faiblesse de la reprise dans les pays industrialisés.

A moyen terme, l'Afrique Noire, après une triste décennie quatre-vingt, devrait enregistrer une croissance faiblement supérieure à la croissance démographique. Notre scénario suppose la poursuite des politiques d'assainissement, notamment pour les finances publiques. L'évolution du prix des matières premières serait moins défavorable qu'au cours de la fin des années quatre-vingt — notre scénario prévoit une stabilité en termes réels — et les pays exportateurs de pétrole bénéficieraient de la hausse du prix réel de l'énergie.

Amérique Latine : la fin de la crise de la dette ?

L'accord d'avril dernier, entre les responsables argentins et les banques commerciales, sur la réduction de la dette extérieure de l'Argentine, symbolise peut-être la fin de la crise de la dette. En effet, cette opération, qui se place dans le cadre de l'initiative « Brady », fait suite à celles dont ont déjà bénéficié le Mexique, le Costa-Rica et le Venezuela ⁽⁷⁾. L'allègement de l'endettement « récompense » les rudes politiques d'ajustement que ces pays ont appliquées depuis la fin des années quatre-vingt, en général sous l'égide du FMI. Le relatif succès de ces politiques dans l'assainissement des économies, et l'amélioration des conditions de remboursement de la dette extérieure ont contribué au retour de la confiance et donc à la relance de l'activité économique.

Aussi le PIB de l'Amérique Latine a-t-il enregistré une croissance de 3 % en 1991 qui met fin à trois années de baisse du revenu par tête. Si l'on exclut le Brésil, la croissance a été même supérieure à 4 %. En outre, les tensions inflationnistes se relâchent quelque peu, la hausse du prix à la consommation pour la zone est passée de 1200 % à près de 200 %. L'activité a été stimulée par la bonne tenue de la demande intérieure, en particulier de l'investissement. Par ailleurs, la contribution du commerce extérieur a été négative du fait du fort contenu en importations de la reprise interne et d'un environnement international déprimé. Mais la région a bénéficié de la forte baisse des taux d'intérêt

(7) Le montant total de la réduction de la valeur faciale de la dette est de l'ordre de 15 milliards de dollars. L'économie ainsi réalisée sur le service de la dette serait de près de 3 milliards par an de 1992 à 1997.

américains qui réduit le coût du service de sa dette et augmente ainsi sa capacité d'importation.

La situation financière de l'Amérique Latine semble connaître un tournant. En effet, pour la première fois depuis le début de la crise de la dette, la région est devenue importatrice nette de capitaux. L'afflux de capitaux vers les pays latino-américains est la conséquence de trois facteurs : le différentiel positif de taux d'intérêt avec les Etats-Unis, le retour des capitaux en fuite et l'entrée d'importants investissements directs. Toutefois, ces entrées de capitaux se sont concentrées sur quelques pays, principalement Mexique, Argentine et Venezuela.

En 1992, la croissance se poursuivrait à un rythme proche de celui de 1991. La reprise en Argentine et les bonnes performances du Chili et du Mexique se confirmeraient. Cependant, au Brésil, persisterait un climat économique médiocre et l'on verrait peu de progrès dans la crise péruvienne.

A partir de 1993, on assisterait à une légère accélération de la croissance, 4 % par an en moyenne de 1993 à 1997. En particulier, le Brésil monterait peu à peu en régime, une fois réglé le traitement de sa dette extérieure. La croissance serait nettement plus gourmande en importations, afin notamment de restaurer les capacités productives des pays latino-américains après la pause de l'investissement des années quatre-vingt. Les importations totales en volume croîtraient à 5,1 % par an en moyenne de 1992 à 1997. Les exportations totales en volume auraient un dynamisme moindre (4,7 % sur cette même période) ; néanmoins les exportations hors pétrole connaîtraient une croissance plus vive, de 5,5 %. Toutefois, le relatif optimisme avec lequel peut être envisagé l'avenir de la région ne doit pas faire oublier les incertitudes qui pèsent sur le sort de ces économies. De plus, il reste à consolider la stabilité économique et politique, et tout 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.

Monde arabe : récupérer

Dans le monde arabe, l'année 1991 est marquée par les conséquences de la guerre du Golfe. Le PIB de la région reste stable en termes réels, ceci recouvrant d'énormes disparités : 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 (9,5 % en Arabie Saoudite), grâce à la hausse de leur production pétrolière. Les pays du Maghreb ont connu de bonnes performances, excepté l'Algérie dont la croissance a été inférieure à 2 %. La baisse du prix du pétrole, mais surtout les versements aux alliés pour soutenir l'effort de guerre, se sont soldés

pour l'ensemble de la zone 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, poids lourd de la région. Compte tenu de la forte reprise, et des besoins en importations associés, le déficit courant resterait considérable, atteignant plus de 20 milliards de dollars.

Dans les années à venir, la croissance s'atténuerait pour revenir 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. En outre, la hausse du prix du pétrole dans la deuxième moitié de la décennie permettrait à la région de retrouver un excédent courant en 1997.

L'Asie continue sa course en tête

L'Asie poursuit sa course en tête de l'économie mondiale pour les performances de croissance (tableau 2). Les NPI ont connu, en 1991, une croissance vive, supérieure à 7 %. En particulier, en Corée, la hausse du PIB a dépassé 9 %, soutenue par une demande interne en forte expansion mais accompagnée de tensions inflationnistes persistantes. L'économie taïwanaise, comme celle de Hong-Kong, ont bénéficié de la forte reprise en Chine populaire, et leur croissance s'est accélérée. Hong-Kong a ainsi rompu avec deux années de croissance molle, inférieure à 3 %. La dégradation des comptes extérieurs de la zone s'est poursuivie malgré une reprise des exportations. Cette évolution est dans une large mesure imputable à la Corée dont le déficit courant est passé à plus de 9 milliards de dollars. En 1992 le refroidissement de l'économie coréenne devrait réduire légèrement la croissance des NPI. A moyen terme, la croissance des quatre Dragons serait proche de 7,0 % par an en moyenne de 1993 à 1997. Le moteur serait la demande interne, le commerce extérieur ayant une contribution nulle. Les tensions sur le marché de l'emploi s'estomperaient quelque peu, notamment grâce à la main-d'œuvre étrangère, ce qui modérerait les pressions inflationnistes. L'expansion rapide des exportations se poursuivrait, portant la zone au troisième rang des exportateurs mondiaux de produits manufacturés. En même temps les importations croîtraient à un rythme soutenu, avec pour conséquence un excédent courant à un niveau bas (en dessous d'un point de PIB) par rapport à celui de la fin des années quatre-vingt.

Les autres pays d'Asie connaissent une croissance plus modérée, qui s'est établie à 5 % en 1991. Mais les disparités sont fortes. 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 (surtout la Thaïlande) et de catastrophes naturelles pour les Philippines. En 1992, la croissance devrait s'accélérer, tous les pays de la zone bénéficiant de la reprise dans les pays industrialisés. Toutefois l'accélération serait modérée par les déséquilibres internes et externes encore présents dans les économies de la région. En effet une forte croissance attise les tensions inflationnistes, notamment en Chine, en Thaïlande et en Inde, qui doit en outre maîtriser son déficit extérieur et conserve de ce fait une politique économique restrictive. A moyen terme la croissance de ces économies s'établit, dans notre scénario, à 6 % par an en moyenne. Malgré de bonnes performances à l'exportation (7 % de croissance moyenne en volume), la zone conserve un déficit courant de près d'un point de PIB.