

LA LETTRE DU

N° 140 - NOVEMBRE 1995

CEPII CENTRE
D'ÉTUDES PROSPECTIVES
ET D'INFORMATIONS
INTERNATIONALES

QUAND LES MARCHÉS TRIOMPHENT...

UNE PROJECTION DE L'ÉCONOMIE MONDIALE À L'HORIZON 2002

Après la récession des années 1991-1993, la plupart des pays de l'OCDE, sauf le Japon, a retrouvé, en 1994-1996, une croissance de 2,8 à 3%. Toutefois, le déficit de croissance des années 1991-1993 n'a pas été récupéré, en particulier en Europe : en témoignent le niveau des taux de chômage (7,8% en 1995 contre 6,2% en 1990) et celui des déficits publics (3,9% du PIB en 1994 contre 1,2% en 1989). Cette situation peut conduire à deux interprétations : soit la croissance potentielle est faible dans la plupart des pays développés (de l'ordre de 2 à 2,5%), en dépit du chômage élevé, l'écart du PIB effectif au PIB potentiel est donc faible, de sorte que toute relance se heurterait vite à la résurgence de l'inflation et à la hausse des taux d'intérêt ; soit la demande est structurellement insuffisante du fait de taux d'intérêt réels trop élevés qui bloquent rapidement toute flambée de croissance, l'écart au PIB potentiel est alors important, et le risque principal est celui de déflation. Si cette dernière interprétation était la bonne, la stratégie optimale à l'échelle européenne serait une forte baisse concertée des taux d'intérêt de court terme accompagnée d'engagements crédibles des autorités budgétaires de réduire les déficits publics dès que la demande deviendrait excessive. Cette stratégie impulserait l'investissement, réduirait les charges d'intérêt pour les entreprises et les finances publiques, et pourrait faire baisser les taux d'intérêt de long terme. Mais elle nécessiterait une étroite coordination des politiques budgétaires et monétaires et une forte crédibilité. En l'absence de ces deux éléments, le risque est grand que, dans de nombreux pays, malgré une inflation maîtrisée et un taux de chômage élevé, des politiques économiques trop restrictives soient mises en œuvre, les autorités se résignant à une croissance vertueuse, mais trop faible. Ce scénario nous semble le plus probable et c'est lui que retient notre projection.

■ Des efforts budgétaires pesants

De nombreux pays ont des déficits publics importants en 1994-1995. Ceux-ci s'expliquent à la fois par la profondeur de la récession de 1991-1993 (et le jeu des stabilisateurs automatiques) et par des taux d'intérêt plus élevés que les taux de croissance, ce qui augmente mécaniquement les charges d'intérêt. Au vu des fondamentaux, ce niveau élevé des taux d'intérêt réel peut difficilement être imputé aux niveaux des déficits publics : les pays européens connaissent une insuffisance de demande, comme le montrent leur faible inflation, leur excédent extérieur, leur taux de chômage et le niveau des capacités de production inemployées. Les soldes structurels primaires — c'est-à-dire hors charges de la dette — sont souvent nettement positifs en Europe : en 1995, 5 points de PIB en Belgique, 4 en Italie,

2 aux Pays-Bas, 1,5 en Allemagne, 1,4 pour l'ensemble de l'UE, la France étant à l'équilibre. Les gouvernements européens se sont engagés à réduire leurs déficits publics conformément aux critères de Maastricht. En même temps, la récession récente a montré que, face à une chute des demandes privée et externe, de forts déficits publics avaient été nécessaires aux pays qui ne maîtrisent pas leur taux d'intérêt réel, soit qu'ils veuillent stabiliser leur taux de change (les pays dominés du SME), soit que leur taux d'intérêt nominal soit déjà très bas (le Japon). Faut-il pratiquer tout de suite des politiques budgétaires restrictives alors que l'Europe est encore loin de son niveau normal d'activité ou bien commencer par des politiques monétaires expansionnistes qui, en stimulant l'activité,

Note : Cette lettre résume une étude présentée au XI^e colloque de réflexion économique organisé par la Délégation pour la Planification du Sénat. Cette étude, publiée dans le numéro d'octobre 1995 de la revue *Observations et Diagnostics économiques*, a été réalisée par l'équipe MIMOSA, connue au CEPII et à l'OCDE. Cette équipe, dirigée par Henri Delessy et Henri Sterdyniak, comprenait au moment de la projection John Baude, Frédéric Busson, Bruno Coquet, Hervé Le Bihan et Frédéric Lerais. La projection utilise une version réestimée du modèle MIMOSA. Murielle Fiole a apporté une aide précieuse aux travaux de réestimation.

permettront la hausse des recettes fiscales ? Sous la surveillance des marchés, la plupart des pays risque d'être vite contrainte de choisir des politiques budgétaires restrictives. L'hypothèse retenue ici est que, dans les années à venir, les politiques budgétaires seront employées plus à combler les déficits publics qu'à soutenir l'activité, surtout en Europe et au Japon.

Pour enrayer la déflation, le Japon a accepté un fort gonflement du déficit public (4,2% du PIB en 1995 contre un excédent de 2,9% en 1991). Une fois retrouvée une croissance plus soutenue, il devrait renouer avec sa stratégie d'excédent public : les prélèvements obligatoires augmenteraient de 5 points de PIB entre 1994 et 2002, ce qui lui permettrait de retrouver un excédent de 0,8 point de PIB en 2002. Grâce à une politique monétaire active, les États-Unis sont sortis rapidement de la récession de 1990-1991 ; en 1995 leur déficit public ne représente plus que 1,9% du PIB. A l'avenir, en application de la loi *Omnibus Reconciliation Act* de 1993, les dépenses publiques (hors transferts sociaux) devraient être gelées jusqu'en 1998. Au delà, compte tenu du faible dynamisme de l'activité, nous n'avons pas retenu les mesures maximalistes de rigueur souhaitées par la majorité républicaine du Congrès. Au total, le déficit public devrait atteindre 1,7% du PIB en 1996-1997 ; 2,4% en 1999 (du fait du ralentissement économique), puis 2,1% en 2002.

Malgré le début de reprise, seuls trois pays de l'Union européenne satisfont en 1995 aux critères de finances publiques pour le passage à l'Union monétaire : le Luxembourg, l'Allemagne et, compte tenu de l'interprétation qui a été faite du critère de dette, l'Irlande. Le respect strict des seuils associés aux critères de Maastricht obligerait à réduire les déficits publics de 3,1% du PIB de l'UE et les dettes publiques de 16,2% du PIB de l'UE. Notre projection retient l'hypothèse que l'ensemble des pays européens pratiquera à l'avenir des politiques budgétaires restrictives. L'Allemagne augmenterait modérément ses prélèvements obligatoires, de 0,4 point de PIB entre 1994 et 2002, limiterait la hausse des dépenses publiques à un rythme inférieur d'un point à la croissance du PIB, mais surtout réduirait de 2 points de PIB entre 1994 et 2002 les transferts aux nouveaux *Länder* en raison du rattrapage progressif de ces derniers. Elle limiterait ainsi son déficit public à un point de PIB en 2002 sans trop peser sur sa croissance. Dans les autres pays européens, les ajustements budgétaires pèseraient plus fortement sur la demande. La France limiterait son déficit public à 1,2 point de PIB en 2002 (contre plus de 6% en 1994) en contenant la croissance des dépenses publiques et en relevant de deux points le taux de prélèvements obligatoires.

L'Italie réduirait son déficit de neuf points de PIB en 1994 à 3,8 en 2002 (soit un excédent primaire de l'ordre de 5 points de PIB) ; le taux des prélèvements obligatoires augmenterait de 3,5 points sur la période, tandis que la croissance de la consommation publique serait considérablement ralentie (0,4% par an entre 1996 et 2002). Le Royaume-Uni abaisserait son déficit à 2,8% du PIB en 2002 contre 6,9% en 1994 en limitant la hausse de ses consommations publiques à 1,2% par an et en relevant de trois points son taux de prélèvements obligatoires.

■ Des taux d'intérêt réels élevés

Les taux d'intérêt réels de long terme seraient un peu moins élevés que naguère, mais resteraient supérieurs aux taux de croissance : 3 à 3,5% aux États-Unis et au Japon et 4% en Allemagne (graphique 2). Notre projection prolonge une situation observée depuis maintenant une quinzaine d'années : la persistance de taux longs élevés pendant la récente récession montre que les marchés sont prompts à anticiper une accélération de la hausse des prix et un durcissement des politiques monétaires ; les taux d'intérêt nominaux se heurtent vite à un plancher. L'exemple japonais prouve qu'il est difficile d'avoir une forte baisse des taux d'intérêt réels avec une inflation nulle, voire négative. Les endettements publics ne se réduisent guère dans notre projection, en raison de la faiblesse de la croissance et du niveau excessif des taux d'intérêt. Les marchés réclament alors des primes de risque et génèrent ainsi une spirale auto-entretenu. Enfin, en Europe, le pays dominant sur le plan monétaire — l'Allemagne — est à la fois le plus hostile à l'inflation et celui où le chômage est le plus faible. De plus, les incertitudes liées à la transition vers l'UEM n'incitent guère la Bundesbank à baisser sa garde.

En Europe, notre projection suppose, en 1999, l'unification monétaire d'un noyau dur constitué de l'Allemagne, l'Autriche, le Bénélux, le Danemark, la France et l'Irlande. Elle fait donc l'hypothèse que les critères financiers de Maastricht seront appliqués sagement et que les primes de risque vis-à-vis de l'Allemagne disparaissent progressivement, à mesure que la crédibilité de la participation de ces pays à l'UEM se renforce. L'Italie et le Royaume-Uni, en revanche, auraient encore une inflation supérieure à celle des pays du noyau dur. Mais leurs monnaies auraient tendance à s'apprécier et leur taux d'inflation à converger. Ils bénéficieraient d'une réduction de leur prime de risque et entreraient dans l'UEM après 2002. L'Espagne et le Portugal resteraient en dehors de la monnaie unique, avec un

taux d'inflation de 5 à 6% et seraient contraints de dévaluer à nouveau (en 1997, dans notre projection), ce qui renforcerait leurs tensions inflationnistes.

Il reste que le risque ou la tentation d'une « autre politique » — une baisse du taux d'intérêt à court terme et du taux de change — peut demeurer dans l'esprit des hommes politiques ou des marchés pour la France, l'Italie, l'Espagne et le Royaume-Uni. Sa crainte se traduirait alors par le maintien de primes de risque plus élevées et plus durables que dans notre scénario.

■ Une croissance lente et fluctuante dans l'OCDE

La croissance des pays de l'OCDE, de l'ordre de 2,8% de 1994 à 1996, fléchit à 2% en 1997 et 1,2% en 1998, puis remonte à 2,1% en 1999 et à 2,6% en 2000-2002 (tableau 1). Ces fluctuations correspondent essentiellement à la dynamique de l'investissement productif. Après une phase de croissance soutenue, celui-ci devrait ralentir fortement, en 1997, ou 1998, selon les pays, pour ne reprendre qu'en 1999-2000. Le rythme de la croissance demeurerait toutefois médiocre, en l'absence d'éléments moteurs : taux d'intérêt réels à long terme élevés, consommation des ménages bridée par la faiblesse des hausses de salaires et par la politique budgétaire... Enfin, les importations des pays hors OCDE augmenteraient fortement, certes, mais leurs exportations concurrenceraient celles des pays développés. La croissance des Etats-Unis (2,2% l'an en moyenne de 1994 à 2002) serait proche de son niveau tendanciel ; celle du Japon rentrerait dans le rang (2,4%). En Europe, les pays du Sud connaîtraient une croissance plus vigoureuse et inflationniste (3,4% l'an) ; l'Allemagne bénéficierait de l'essor de sa partie orientale (2,9% pour 2,3% à l'Ouest) ; la France, le Royaume-Uni et l'Italie connaîtraient des croissances modérées (2,1%).

Les taux d'inflation resteraient compris entre 2% et 3% dans la plupart des grands pays de l'OCDE. Le Japon, qui souffre d'une crise larvée, connaîtrait des niveaux encore plus faibles. Les Etats-Unis, plus proches du plein emploi, présenteraient un taux d'inflation plus fort (3,3% de 1997 à 2002). L'Italie, qui a connu une inflation de l'ordre de 5,5 % de juin 1994 à juin 1995 (en partie du fait de la forte augmentation des impôts indirects), la ramènerait à 3% à partir de 1999 du fait d'un taux de chômage élevé et d'une réévaluation modérée de la lire. Au Royaume-Uni, l'inflation se maintiendrait aux alentours de 3,5%. Les risques d'une résurgence de l'inflation dans les grands pays sont, en effet, limités : la croissance est modérée ; ceux qui se rapprochent du plein emploi (Etats-Unis, Allemagne

de l'Ouest) ont des autorités monétaires peu disposées à laisser l'inflation augmenter ; enfin la tentation d'une dévaluation semble écartée en France.

Le taux de croissance des salaires réels reste faible. De 1994 à 2002, il atteindrait 1% l'an en Italie et au Royaume-Uni, 0,9% aux Etats-Unis, 0,8% en France. Par contre, il s'accélélerait en Allemagne, passant de 1,3% en 1995 à 2,6% en 2002 : en fin de période, l'Allemagne de l'Ouest serait proche du plein emploi. Au Japon, par contre, la progression des salaires resterait plus vigoureuse. La part des salaires dans la valeur ajoutée continuerait de diminuer en France, bien qu'à un rythme très faible. Elle baisserait aussi au Royaume-Uni. Par contre, elle aurait tendance à croître aux Etats-Unis et au Japon, qui connaissent, en prévision, des taux de chômage relativement faibles. Dans plusieurs grands pays, les ménages pâtissent d'une politique budgétaire restrictive ; ce sera particulièrement le cas en France en 1996, après avoir été celui de l'Allemagne en 1994-1995, et du Royaume-Uni en 1994-1995. L'hypothèse retenue dans la projection est une baisse du taux d'épargne des ménages en France et au Royaume-Uni, où le partage épargne/consommation est supposé revenir à un niveau plus normal. Cette baisse a déjà été observée en Italie entre 1992 et 1994. De même, en période de croissance ralentie, les Japonais réduiraient fortement leur épargne. Enfin, le taux d'épargne resterait bas aux Etats-Unis.

Dans les grands pays, le taux d'investissement des entreprises se situe à un point bas en 1994-1995, les Etats-Unis faisant exception. Compte tenu du haut niveau des capacités de production inemployées durant la récession, ce faible investissement témoigne de la faiblesse de la demande et non d'une insuffisance du profit des entreprises. Dans notre projection, le degré d'utilisation des capacités de production se tend entre 1993 et 1996, puis se détend par la suite. Le taux d'investissement remonte en 2002 à un niveau supérieur à celui de 1990, sauf au Japon, dont le taux de croissance est durablement plus bas qu'à la fin des années quatre-vingt. La situation des entreprises est particulièrement bonne en France et au Royaume-Uni, où elles dégagent une capacité de financement positive.

■ Lente décroissance du chômage en Europe

La croissance de la population désireuse de travailler reste forte aux Etats-Unis (1% l'an) ; elle est moyenne en France (0,5%) ; basse en Allemagne, en Italie et au Royaume-Uni (0,25%) et devient assez faible au Japon (0,4%). Les gains de productivité du travail par tête seraient faibles : 2% l'an au Japon, 1,7% en Allemagne, 1,5% en France et au Royaume-Uni, 1,3% en Italie, 1% aux Etats-Unis. A long terme, les taux de croissance potentielle des grands pays devraient se

situer autour de 2%. Mais, compte tenu de la masse des chômeurs, le niveau de production effectif resterait encore éloigné du niveau potentiel, sauf aux Etats-Unis, en Allemagne de l'Ouest et au Japon, en fin de période. De 1995 à 2002, l'emploi augmenterait à un rythme de l'ordre de 0,6% l'an en Allemagne, en France, au Royaume-Uni et au Japon, un peu plus vite en Italie (0,8%) et aux Etats-Unis (1,2%). Au total, les Etats-Unis connaîtraient un taux de chômage très faible en 1996-1997 (4,9%), légèrement plus élevé en 2000-2002 (5,5%). Le Japon connaîtrait un net reflux du chômage jusqu'en 2002. Le taux de chômage allemand baisserait nettement. Bénéficieraient aussi d'une baisse sensible de leur taux de chômage la France, l'Italie, le Royaume-Uni et les nouveaux entrants dans l'UE (graphique 3). Par contre, le taux de chômage espagnol resterait élevé. Malgré sa décrue, le taux de chômage européen serait encore important en 2002.

L'essor du commerce mondial

Après une forte baisse lors de la récession des années 1991-1993, le commerce mondial a vivement crû en 1994 et 1995 (8% l'an, en volume). A moyen terme, malgré la mollesse de la demande des pays industriels, sa croissance devrait rester soutenue (7,3% l'an entre 1997 et 2002). Globalement, ce sont les pays peuplés d'Asie dont les parts de marché progresseraient le plus sensiblement à l'exportation (de 6,8% en 1994 à 11% en 2002 pour l'ensemble des biens) ; celles des "Dragons" plafonneraient (de 7,2% à 7,6% en 2002) et celles du Japon, dont la monnaie est surévaluée, resteraient stables (à 7,9%). Les Etats-Unis gagneraient des parts de marché (de 14,2 à 15,7%) en raison d'un dollar sous-évalué et de l'internationalisation de leur économie. Les PECO et la CEI progresseraient à partir de niveaux très faibles (globalement, leurs parts de marché passeraient de 2,8 à 3,3%). Par contre, les pays européens verraient leurs parts de marché se réduire : de 9,5 à 8,9% pour l'Allemagne, de 6,7 à

5,9% pour la France. Le recentrage de l'économie mondiale vers la zone Pacifique devrait, ainsi, se poursuivre.

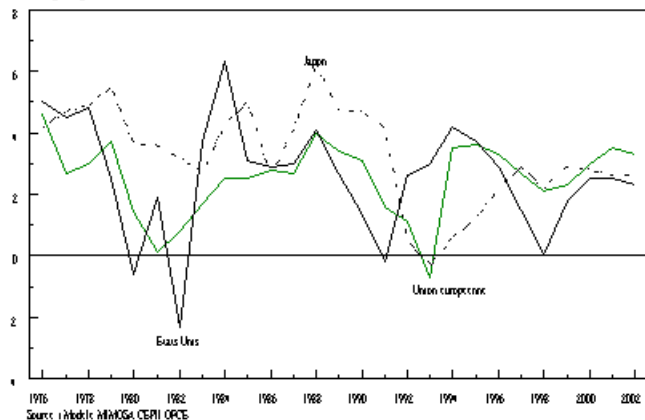
Le prix du pétrole, passé de 22,3 dollars le baril en 1989 à 14,5 dollars en 1994, est remonté à 15,6 dollars en 1995. La faiblesse de la croissance, la diminution des coûts de production marginaux, les découvertes en mer du Nord, puis, à plus long terme, le retour de l'Irak sur les marchés et le développement de la production en Russie, amènent à prévoir une légère baisse des prix en 1996, puis une stagnation en termes réels par la suite (tableau 3).

Les Etats-Unis continuent de connaître un déficit courant important, de l'ordre de 2,5 points de PIB (tableau 4), la légère amélioration du solde commercial permise par la dépréciation du dollar étant compensée par l'augmentation des intérêts nets versés à l'étranger. Parallèlement, l'excédent courant du Japon perdure, mais est érodé par la hausse du yen et l'ouverture du marché japonais, qui ne sont que partiellement compensés par la faiblesse de la demande intérieure japonaise et la vive croissance des marchés asiatiques. Les pays en développement jouissent de meilleures perspectives économiques, qui leur permettent de bénéficier de financements extérieurs et de maintenir des déficits courants de l'ordre de 3 points de PIB pour l'Amérique latine, de 1,5 point pour l'Asie peuplée, de 2,2 points pour les Pays d'Europe centrale et orientale, de 1,1 point pour la CEI. L'Union européenne voit son excédent se gonfler, passant de 0,4 point de PIB à 0,7 point de PIB en 2002. Le déficit courant allemand se résorbe légèrement par rapport à 1994. La France qui bénéficie d'une bonne compétitivité, et souffre d'une croissance médiocre de sa demande intérieure, connaît en permanence un excédent courant de l'ordre de 1 point de PIB. Les pays qui ont dévalué (Italie, Royaume-Uni) ont vu leur solde courant s'améliorer fortement. Ils conservent durablement les gains de compétitivité issus de la dépréciation de leurs devises.

L'équipe MIMOSA

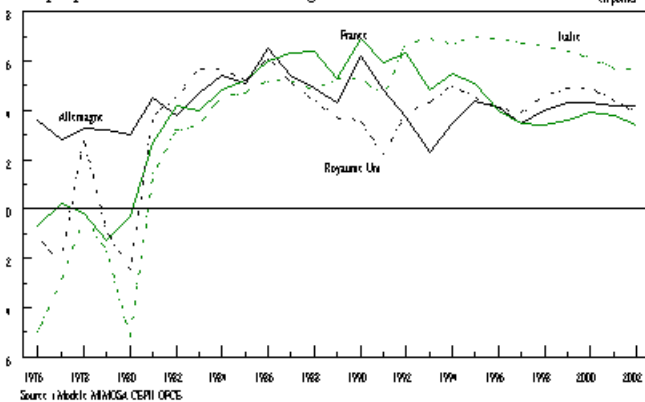
<p>LA LETTRE DU CEPII</p>	<p>DIRECTEUR DE LA PUBLICATION Jean Pisani-Ferry RÉDACTEUR EN CHEF Claire Lefèvre CONCEPTION GRAPHIQUE Pierre Dussier RÉALISATION Annick Hutteau DIFFUSION La Documentation française.</p>	<p>ABONNEMENT (11 numéros) France 295 F Europe 330 F Hors Europe 440 F (envoi par avion)</p>	<p>ISSN 0243-1947 CCP n° 1462 AD 4^{ème} trimestre 1995 Novembre 1995</p>
<p>RÉDACTION Centre d'études prospectives et d'informations internationales, 9, rue Georges-Pitard 75015 Paris. Tél. 33 (1) 48 42 64 14 Fax : 33 (1) 33 68 55 03</p>	<p>Commande adressée à : La Documentation française, 124, rue Henri Barbusse 93308 Aubervilliers Cedex.</p>	<p>Imp. ROBERT-PARIS Imprimé en France.</p> <p><i>Cette lettre est publiée sous la responsabilité de la direction du CEPII. Les opinions qui y sont exprimées sont celles des auteurs.</i></p>	

Graphique 1 - Croissance du PIB



A l'exception du Japon où la reprise est très tardive, la croissance des pays de l'OCDE est assez vigoureuse en 1994-1995. Elle fléchit dès 1996-1997, du fait des composantes cycliques de la demande (investissements et variations de stocks). Le point bas du cycle est atteint en 1998, l'investissement chute et la croissance s'annule aux Etats-Unis, après sept années d'expansion. La reprise ultérieure est modérée.

Graphique 2 - Taux d'intérêt réels à long terme



Notre projection maintient le dollar à un niveau de 1 dollar pour 1,45 mark, du fait de la persistance du déficit courant américain. Le yen resterait au niveau élevé de 1 dollar pour 98 yens, point d'équilibre entre facteurs d'appréciation (la persistance d'un excédent courant) et de dépréciation (la faiblesse de la croissance japonaise).

