

PERFORMANCES MACRO-ÉCONOMIQUES FRANÇAISES ET *POLICY-MIX* : QUELQUES INTERROGATIONS SUR LES ANNÉES QUATRE-VINGT-DIX

PIERRE MORIN*, FLORENCE THIBAUT**

LA DÉCENNIE quatre-vingt s'était achevée sur des résultats prometteurs : reprise de la croissance, inflation maîtrisée, amélioration du solde courant, déficit public réduit et taux de chômage en baisse... La politique d'offre entamée en 1983 se trouvait ainsi justifiée (modération salariale, moindre activisme budgétaire, ancrage du franc au mark...). À l'aune des perspectives qui s'offraient alors, le bilan actuel des années quatre-vingt-dix est décevant. Certes, la désinflation a été consolidée et les performances extérieures ont continué de s'améliorer. Mais, la croissance s'est ralentie, le taux de chômage a augmenté et la dette publique s'est fortement creusée. La correction attendue de la phase haute du cycle ne suffit pas à justifier une telle contre-performance.

63

Pour rendre compte de ces résultats, il paraît plus difficile d'invoquer l'existence de chocs négatifs importants (chocs pétroliers, ralentissement du taux de croissance de la productivité du travail, choc de taux d'intérêt postérieur à 1979...) que durant les deux décennies précédentes. Si la réunification allemande n'a pas eu les effets initialement escomptés, elle ne peut constituer une explication pertinente du bilan enregistré (Eyssartier *et alii* (1994), L'Horty et Tavernier (1995)...). En outre, la guerre du Golfe (1990) n'a eu qu'un impact transitoire sur le prix du pétrole et les réalignements de parités (1992) au sein du SME n'ont pas affecté l'amélioration de notre solde extérieur structurel.

* Professeur associé à l'université Paris-XIII

** CEDI (Centre d'étude des dynamiques internationales), université Paris-XIII

Les auteurs tiennent à remercier K. Bouthevillain, D. Martineau et A. Quinet pour leurs remarques et pour les séries qu'ils leur ont procurées. Ce travail a également bénéficié des commentaires de P. Allard, D. Borowski, T. Perillo et J.-P. Pollin.

Certes, le ralentissement de la productivité qui a eu lieu au début des années quatre-vingt-dix pourrait être évoqué, mais son interprétation n'est pas encore consolidée (pour ce qui concerne la productivité du travail, cf. Duchêne, Forgeot et Jacquot, 1997).

En l'absence de facteurs exogènes *a priori* déterminants, la politique économique devient un élément explicatif central. La question est alors de savoir si le cheminement suivi par l'économie durant cette période a été optimal ou si une meilleure gestion des instruments budgétaire et monétaire aurait permis des résultats plus favorables. Pour trancher entre ces deux hypothèses, il faudrait pouvoir comparer la situation courante à celle qui aurait eu lieu si les outils de politique économique avaient été gérés « au mieux ». Or l'élaboration de ce scénario alternatif n'est pas sans poser de problème. Pour les uns, un déficit public réduit aurait suscité une plus forte baisse des taux d'intérêt qui, aurait favorisé la reprise de l'activité. Pour d'autres, cette même mesure aurait conduit à une croissance moindre dont la conséquence aurait été une plus forte hausse du chômage et un maintien des primes de risque du fait du caractère inadapté de la politique menée...

Dans ces circonstances, le recours à quelques règles usuelles de politique économique peut constituer une grille de lecture intéressante (règle de Taylor en matière monétaire, stabilisation du ratio de la dette en points de PIB, retour au taux de change d'équilibre...). Elles devraient permettre de révéler certains objectifs suivis par le pays durant cette période et de s'interroger sur la marge de manœuvre qui pouvait exister pour chaque instrument.

64

LES PERFORMANCES MACRO-ÉCONOMIQUES FRANÇAISES D'UNE DÉCENNIE À L'AUTRE

La mise en place de la politique de « désinflation compétitive » avait caractérisé, en France, les années quatre-vingt. À la fin de la décennie, ses résultats étaient incontestablement positifs et le coût élevé en chômage qu'elle avait pu induire paraissait définitivement payé. Mais ce dynamisme retrouvé ne semble pas avoir porté ses fruits et le bilan actuel des années quatre-vingt-dix est beaucoup plus mitigé.

La « désinflation compétitive » des années quatre-vingt : des acquis encourageants

La fin des années soixante-dix avait été marquée par l'émergence d'un nouveau contexte. D'une part, les politiques de dévaluation qui avaient été utilisées pour contrecarrer l'impact du premier choc pétro-

lier semblaient montrer leurs limites (disparition rapide des gains de compétitivité, primes de risque élevées, hausse simultanée du chômage et de l'inflation... Voir, par exemple, Pisani-Ferry, 1995). D'autre part, « notre aptitude à vivre avec l'inflation se trouvait désormais radicalement modifiée par deux transformations profondes : l'ouverture de la France à son environnement économique international et le durcissement, aggravé par la crise, des règles de la compétition » (Nasse, 1982).

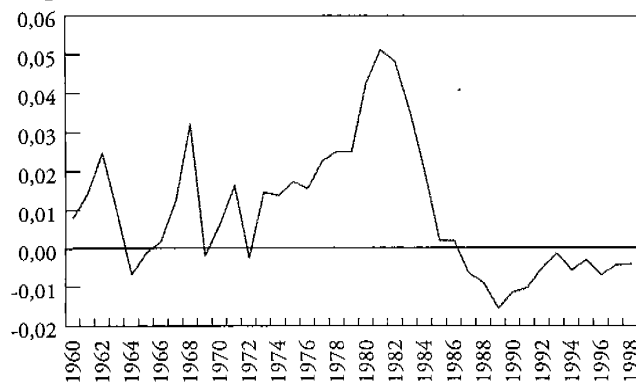
Dans ces conditions, l'orientation des politiques économiques devait connaître un changement important. D'un côté, l'interdépendance croissante des nations et la libéralisation financière avaient modifié l'efficacité attendue des instruments budgétaire et monétaire : l'impact du déficit public sur la croissance se trouvait réduit (la hausse de la part des importations diminuant la valeur du multiplicateur keynésien) et le degré d'autonomie de la politique monétaire était affaibli. Ainsi, il est difficile d'imaginer comment la France aurait pu ne pas accompagner, au début des années quatre-vingt, la hausse du taux d'intérêt mondial¹. D'un autre côté, le signe de la contrainte d'endettement était devenu positif, sous l'effet combiné de la baisse du taux de croissance et de la montée du taux d'intérêt réel, rendant plus coûteux le recours à l'instrument budgétaire (voir encadré n° 2).

65

La lutte contre l'inflation était adaptée à ce nouvel environnement. Elle fut entamée aux États-Unis en 1979 et suivie par la plupart des pays européens. La France optait dès 1983 pour la « désinflation compétitive » qui se définit de manière assez large par l'union d'un objectif d'inflation très faible et d'une politique d'offre. Sa réalisation est passée par une modification des règles de formation des salaires et un moindre activisme budgétaire. Plutôt que la convergence vers un chômage d'équilibre donné, voire même le passage par un chômage supérieur au chômage d'équilibre afin de restaurer la compétitivité² (Blanchard et Muet (1993), OFCE (1992)), l'intention de cette politique était de diminuer le chômage d'équilibre en déplaçant la courbe d'offre compétitivité-chômage vers plus de compétitivité et moins de chômage. Plusieurs arguments justifiaient cette démarche et la plupart des enchaînements macro-économiques qu'ils décrivent sont présents dans le bloc d'offre des modèles : la modération du prix des importations par le soutien de la parité évite des pertes de termes de l'échange défavorables à l'offre et à la demande interne; la recherche de gains de compétitivité implique une politique de productivité passant par l'investissement et la réorganisation des firmes non compétitives; la restauration des comptes des entreprises favorise l'investissement... Toutes ces composantes se sont retrouvées dans les faits.

Au total, sans être le moteur de cette stratégie pratiquée au niveau international, l'économie française a participé à la désinflation mondiale (graphique n° 1). À la fin des années quatre-vingt, la croissance et l'investissement repartent (Loué, 1989), le déficit extérieur est réduit, la compétitivité est améliorée, le taux de marge des entreprises s'élève et si les effets sur l'emploi ont tardé à se manifester, le taux de chômage enregistre une baisse continue depuis 1988. Certes, ces résultats sont largement imputables à un *policy-mix* mondial associé à des chocs favorables (le contre-choc pétrolier de 1986, par exemple) ou à la réaction des autorités devant des événements éventuellement déstabilisants (tel le « krach boursier » de 1987). Cependant si l'économie française bénéficiait d'un contexte plus porteur, c'était bien aussi du fait de ses efforts propres. Par ailleurs, les réformes « structurelles » menées sur le marché du travail (par exemple celles qui concernent le coût du travail « non-qualifié ») et sur les marchés des biens (notamment *via* des politiques de la concurrence) réclamant du temps, leurs effets restaient à venir.

Graphique n° 1
Les performances relatives de la France en matière d'inflation



Source : les calculs sont réalisés à partir des données et des pondérations fournies par les *Perspectives économiques* n° 62 de l'OCDE. Le graphique indique l'écart en point de pourcentage entre l'inflation française et l'inflation pondérée des autres membres du G7 (hors France).

Les années quatre-vingt-dix : un bilan mitigé

Huit ans plus tard, les résultats sont plus mitigés. D'un côté, l'inflation semble solidement maîtrisée et le solde courant dégage depuis plusieurs années des excédents importants dont le caractère structurel paraît assuré (Rapport sur les comptes de la nation, 1996). De l'autre côté, la croissance moyenne sur 1990-1997 est de 1,5 % contre 2,3 %

la décennie précédente, le déficit public s'est considérablement creusé et le taux de chômage a fortement crû. Certes, la phase de ralentissement de l'activité qui a débuté en 1990 n'est pas en soi inquiétante : les économies évoluant au travers de fluctuations conjoncturelles, son apparition faisait logiquement suite à la phase de reprise du cycle entamée en 1987. La déception est plutôt dans l'ampleur et dans la durée de cette crise.

D'une part, le niveau atteint par l'*output gap* en 1993 est sans précédent depuis plus de vingt ans. Proche de - 4.0 % (voir graphique n° 3), il est deux fois plus important que les creux de cycle consécutifs aux deux chocs pétroliers. Plusieurs éléments ont été avancés afin de rendre compte de son ampleur. La plus forte synchronisation des phases d'activité entre les économies d'Europe occidentale empêcherait désormais le commerce extérieur de jouer son rôle d'amortissement de la conjoncture et contribuerait *a contrario* à accentuer l'ampleur des fluctuations économiques (Fouet (1993), Bouthevillain (1996)). En outre, la sphère financière (L'Horty et Tavernier, 1995) aurait accentué la récession en réduisant l'offre et la demande de crédit au moment du retournement de conjoncture et en diminuant la richesse des agents *via* la chute du prix des actifs patrimoniaux (notamment de l'immobilier).

D'autre part, la reprise de l'activité qui aurait dû suivre le creux de cycle de 1993 n'a pas eu lieu. Plus exactement, si l'année 1994 est marquée par un retournement favorable de la conjoncture, celui-ci disparaît dès l'année suivante sans qu'il soit possible de lui associer un choc exogène négatif notable. Depuis ce cycle avorté, l'économie semble enlisée dans une phase de faible croissance et souffre d'un important déficit d'activité. Dès lors, corriger les performances françaises du rôle joué par les fluctuations conjoncturelles est insuffisant pour changer la teneur du diagnostic des années quatre-vingt-dix³.

Une autre manière de nuancer ce bilan est de le comparer à celui des autres grands pays industrialisés. Mais de nouveau, l'exercice est non conclusif puisqu'il révèle (tableau n° 1) qu'il existe un seul domaine dans lequel la France a été plus efficace que ses partenaires : la maîtrise de l'inflation⁴. Certes, cette comparaison est essentiellement illustrative dans la mesure où chaque pays a une histoire particulière : le choc de la réunification prédéterminait largement les performances allemandes (une croissance soutenue, une reprise de l'inflation et un chômage accru qui renvoie au problème structurel d'absorption d'une économie inadaptée), les résultats canadiens sont étroitement liés à ceux des États-Unis...

Il semble toutefois possible d'en dégager deux enseignements. Le premier est un ordre de grandeur : de manière assez grossière, si la France avait fait aussi bien que la moyenne de ses six partenaires, le

niveau du PIB serait aujourd'hui plus élevé de 4.5 %, celui de l'emploi serait supérieur de 9.2 % et le chômage atteindrait les 10 %. Le second enseignement est une intuition : le seul pays dont les performances relatives sont incontestablement favorables est les États-Unis. Or, ce pays est traditionnellement réputé pour avoir su utiliser ses instruments de politique économique lorsque le pays entrait en crise (une politique monétaire accommodante au moment de la crise de 1990-1991) et il dispose d'un degré d'autonomie monétaire important.

Tableau n° 1
Les performances relatives des pays du G7 sur la période 1990-1997

En point de pourcentage	Croissance	Inflation	Emploi total	Productivité de plein emploi	Écart du chômage entre 97 et 90
États-Unis	0.34	0.44	0.42	0.28	-3.13
Japon	0.05	-1.91	-0.19	0.83	0.20
Allemagne	0.57	0.16	2.28	-1.91	4.52
France	-0.56	-0.73	-1.11	-0.01	2.59
Italie	-0.83	2.45	-1.54	0.13	2.18
Royaume-Uni	-0.44	1.10	-1.43	0.24	-0.16
Canada	-0.46	-0.73	-0.25	-0.98	-0.09

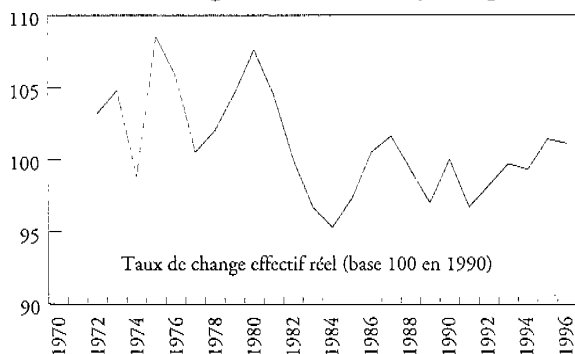
Source : Les calculs sont réalisés à partir des données fournies par l'OCDE. Les quatre premières colonnes indiquent l'écart en point de pourcentage entre le taux de croissance de la variable i pour le pays j et le taux de croissance pondéré de cette même variable pour les autres pays du G7. Par exemple, la colonne n°1 indique qu'en moyenne, sur 1990-1997, la France fait un demi point de croissance par an en moins que les autres pays du G7. Concernant le chômage, c'est l'écart entre son niveau en 1997 et son niveau de 1990 qui est présenté (ce qui permet notamment d'éviter les problèmes de définition non homogène). Ainsi le taux de chômage a crû en France de 3.5 points de pourcentage et de 0.95 points dans les autres pays du G7 : l'écart présenté dans le tableau est donc de 2.6 points ce qui témoigne d'une moindre performance française.

Orientation des politiques économiques

Plusieurs explications peuvent être avancées pour rendre compte de cette si faible croissance. La première est la disparition des avantages liés à la « désinflation compétitive ». Il est vrai que menée dans le système de parités fixes mais « ajustables » que constituait le Système monétaire européen, cette politique aurait dû permettre à la France de bénéficier durablement d'un rythme d'inflation moindre que celui de ses partenaires (les réalignements monétaires étant plutôt en retard sur les évolutions en termes réels). C'est d'ailleurs ce que l'Allemagne était parvenue à faire durant plusieurs années : lorsque que l'inflation était forte partout, sa parité nominale s'était appréciée régulièrement tandis que sa parité réelle pouvait s'affaiblir (sa compétitivité s'améliorait). Mais supposer la per-

manence de cette politique, c'était oublier un de ses aspects essentiels : son caractère non-coopératif. Un pays ne peut espérer, à long terme, se reconstituer au détriment de partenaires dont les caractéristiques et les orientations de politique économique sont comparables. En ce qui concerne la France, l'illusion s'est interrompue en 1992 (graphique n° 2).

Graphique n° 2
Le taux de change effectif réel français depuis 1970



Source : Taux de change effectif réel des principaux indicateurs économiques de l'OCDE (décembre 1997). Il intègre la compétitivité à l'importation et à l'exportation. Une baisse correspond à une amélioration de la position concurrentielle.

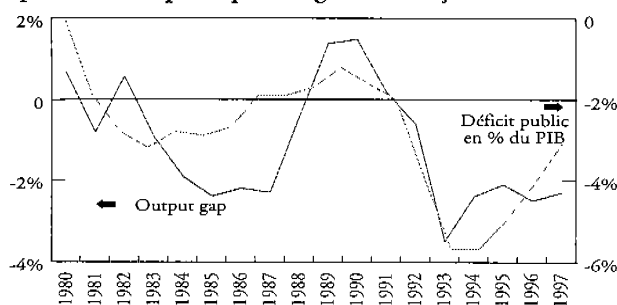
69

Après avoir pris acte de cette nouvelle situation, la seconde explication envisageable est l'absence de marge de manœuvre nationale concernant les instruments budgétaire et monétaire du fait de la mondialisation de l'économie. Sa vérification implique notamment d'évaluer pour chaque outil la fraction de « souveraineté » conservée par un pays « moyen » c'est-à-dire un pays dont la banque centrale (contrairement à celles de l'Allemagne, des États-Unis et du Japon) n'est pas réputée pouvoir peser sur les événements mondiaux.

UN MOINDRE ACTIVISME BUDGÉTAIRE

Les années quatre-vingt-dix se caractérisent par une dégradation sans proche précédent des finances publiques françaises (graphique n° 3). Cette évolution est-elle le fait d'une politique délibérée (auquel cas les résultats sur la croissance conduiraient à s'interroger sur l'efficacité de l'instrument budgétaire) ou n'est-elle pas avant tout le produit de contraintes fortes subies par l'économie durant cette période ?

Graphique n° 3 : La politique budgétaire française au cours du cycle



Source : *Perspectives économiques* n° 62 (OCDE).

Un stabilisateur, pas un moteur

L'instrument budgétaire était considéré à la fin des années quatre-vingt comme un outil auxiliaire, susceptible dans le meilleur des cas de faciliter les transitions et de compléter la politique monétaire. Cette conception était fondée sur plusieurs éléments.

D'abord, la politique budgétaire expansive menée après 1974 pour compenser les effets dépressifs du premier choc pétrolier (de l'ordre de 3 points de PIB) n'avait pas eu les effets escomptés par les pays de l'OCDE. Cette erreur de diagnostic a conduit à distinguer les situations de chômage classique de celles de chômage keynésien (Bénassy (1976), Malinvaud (1977)...). En cas de chômage classique, la hausse des dépenses publiques se heurte à un effet d'éviction sur les marchés des biens et des capitaux, pousse les prix et les taux d'intérêt à la hausse et ne résout pas le problème principal. C'est bien à ce type de configuration que semble correspondre la situation des pays de l'OCDE après 1974. D'ailleurs, Modigliani écrivait déjà en 1977 : « le choc qui a heurté le système en 1973-1974 n'était pas du type habituel, de choc de demande dont nous avons peu à peu appris à nous occuper, plus ou moins adéquatement [...]. Dans le cas de chocs d'offre, il n'y a pas de remède miracle, il n'y a pas de politique macro-économique susceptible à la fois de stabiliser l'inflation et de maintenir le chômage à son niveau naturel » (Modigliani, 1977).

Ensuite, l'expérience française du début des années quatre-vingt avait bien persuadé qu'un déficit public était susceptible d'accroître le niveau du PIB, mais pas son taux de croissance : un objectif de taux de croissance plus élevé via la politique budgétaire requerrait chaque année un déséquilibre budgétaire accru.

Pour autant, la question des niveaux « optimaux » du déficit et de la dette publique n'était pas résolue (pour un travail récent à ce sujet, voir Creel (1997)). En l'absence de diagnostic clair, les normes retenues dans

le traité de Maastricht (respectivement de 3 % du PIB et de 60 % du PIB) semblent fondées avant tout sur l'expérience des pays européens durant les années quatre-vingt. Elles paraissent d'autant plus accessibles que des marges d'interprétation devaient permettre de jouer sur la débudgétisation de certaines activités.

C'est la conjoncture défavorable du début des années quatre-vingt-dix qui fait apparaître ces critères comme trop rigoureux. Afin de ne pas aggraver la situation de crise, les gouvernements les ont de fait temporairement abandonnés. La France n'a pas échappé à cette règle. Pourtant, malgré la forte dégradation de son déficit public, sa croissance n'est pas repartie. Cette expérience semble étayer l'hypothèse d'une politique budgétaire trop expansive aux conséquences négatives : prime de risque sur les taux d'intérêt, hausse du taux d'épargne des ménages et investissement réduit du fait de l'anticipation de futurs prélèvements... Sa confirmation nécessite cependant de vérifier, dans la dégradation du déficit public, la part imputable aux charges d'intérêt, celle liée aux fluctuations conjoncturelles et enfin celle relevant des mesures discrétionnaires.

Encadré n° 1

Croissance potentielle, *output gap* et horizon temporel

Parler de déception pour les années quatre-vingt-dix, ce n'est pas seulement prendre acte d'une performance insuffisante. C'est aussi suggérer que d'autres résultats auraient été possibles, notamment via une conduite plus habile de la politique économique.

Il n'est pas besoin pour imaginer qu'il existe une multiplicité de trajectoires « d'équilibre » à partir d'une situation initiale donnée, d'outils d'analyse excessivement sophistiqués tels ceux créés par le courant des cycles réels. Il est acquis depuis longtemps qu'une période de faible croissance peut laisser des traces durables : la pénurie de capacités causée par la crise peut annihiler une reprise de l'activité (phénomènes d'hystérésis...); il peut exister des anticipations autoréalisatrices... Par ailleurs, la conduite de politiques monétaires restrictives à chaque prémisses de reprise peut contraindre la croissance à être au maximum égale à son niveau courant. Dans ces conditions – l'équilibre se déplaçant – la séparation entre politique conjoncturelle et structurelle devient plus floue : une période de crise prolongée peut conduire à réduire les potentialités de l'économie et un chômage conjoncturel durablement élevé peut induire une hausse du chômage « d'équilibre ».

Construire un *output gap* de moyen terme

Imaginer qu'une autre évolution aurait été réalisable n'est donc pas une hypothèse illicite. Pour autant, il serait illusoire de prétendre retra-

cer une alternative parfaitement crédible. Celle qui est proposée ci-dessous a donc pour ambition essentielle de « calibrer » un ordre de grandeur. Elle repose sur un taux de croissance potentielle de 2,2 % par an pour les années quatre-vingt-dix ce qui aurait constitué à la fin de la décennie quatre-vingt le scénario bas d'une projection de moyen terme (en 1990, le rythme de progression du PIB marchand prévu pour la période 1989-1993 était de 3,1 % selon l'OFCE, 2,8 % selon l'INSEE (modèle Amadeus), 3,5 % selon Hermes et 2,9 % pour le Gama (Commissariat général du Plan, 1990)).

Le choix de ce rythme de 2,2 % est motivé par deux arguments. Le premier est l'absence d'événements majeurs susceptibles de justifier une rupture du rythme de croissance tendanciel de 2,4 % enregistré par la France au cours de la décennie quatre-vingt. Les années 1988 et 1989 ayant été marquées par une certaine sollicitation des facteurs de production (Drèze, Malinvaud *et alii*, 1994) leur fort taux de croissance n'a pas été retenu pour prolonger la série de production potentielle.

Le second argument qui motive ce choix repose sur la méthodologie usuelle des calculs de taux de croissance potentielle (Direction de la prévision, INSEE, ...). Ce dernier est égal à la somme de la croissance de l'emploi soutenable et de la productivité du travail. Concernant la première, on pouvait admettre à la fin des années quatre-vingt, que la population active était appelée à croître moins au cours de la décennie suivante (0,4 % contre 0,6 % par an). Concernant le rythme de productivité, il n'y avait pas de raison d'infléchir la tendance de 1,8 % observée sur longue période (équipe de projection à moyen terme de l'INSEE, 1996).

Tableau n° E.1 : calcul d'un *output gap* de moyen terme

	Niveau du PIB (1)	Niveau du PIB potentiel (2)	Écart (3)	<i>Output gap</i> (4)
1990	100,0	100,0		+1,5%
1991	100,8	102,2	1,4%	0,1%
1992	102,0	104,4	2,3%	-0,8%
1993	100,7	106,7	5,6%	-4,1%
1994	103,5	109,1	5,1%	-3,6%
1995	105,8	111,5	5,1%	-3,6%
1996	106,9	113,9	6,1%	-4,6%
1997	109,4	116,5	6,1%	-4,6%

Lecture du tableau : Le déficit de croissance de moyen terme (3) est égal à [PIB effectif (1) - PIB potentiel (2)]/PIB potentiel (2). Selon les *Perspectives économiques* de l'OCDE, l'écart de PIB français était égal à +1,5% en 1990. En supposant ce niveau valide, il suffit pour calculer l'*output gap* de moyen terme (4) de retrancher 1,5 au déficit de croissance estimé (3).

Au total, évaluer l'écart de PIB à partir d'un taux de croissance potentielle de 2.2 % serait apparu à la fin des années quatre-vingt comme très modéré. Le chiffrage obtenu ne doit pas être comparé à celui qui peut être calculé à court terme, à partir d'indicateurs de conjoncture ou du lissage des fluctuations de la production (filtre de Hodrick Prescott...). C'est un écart qui est construit au cours d'une évaluation de moyen terme.

Deux informations ressortent de ces calculs. La première est que si la croissance potentielle est de 2.2 %, alors la France connaît actuellement un *output gap* de l'ordre de -4.6 points. La seconde est que le retard au « potentiel » de croissance se prend au début des années quatre-vingt-dix et se maintient ensuite.

Une croissance qui aurait stabilisé le chômage

Il est intéressant de voir que ce cheminement aurait correspondu, avec les ordres de grandeur usuels fournis par les modèles macro-économiques, à 800 000 emplois salariés de plus et 550 000 chômeurs de moins. Le taux de chômage aurait alors été plus faible de 20 % et avoisinerait les 10 %. C'était le montant constaté en moyenne à la fin des années quatre-vingt.

Plusieurs interprétations sont alors envisageables. La plus immédiate est la prédominance de la composante « structurelle » du chômage elle pourrait justifier la mise en place d'une politique d'offre visant à réduire le coin fiscal-social, le montant des revenus de remplacement ou encore le niveau des taux d'intérêt. Une interprétation alternative consiste à considérer que la croissance potentielle d'une économie comme la France est bien supérieure à 2.2 %. Elle serait justifiée notamment par l'hypothèse d'un taux de chômage d'équilibre de moyen terme plus faible que celui retenu par l'OCDE (aux environs de 9.5 %) pour évaluer l'écart de PIB à 1.5 % en 1990. Du même coup, le taux de croissance de l'emploi soutenable, l'*output gap* et le volant conjoncturel du chômage seraient plus élevés.

73

Importance des « stabilisateurs automatiques » et de l'effet « boule de neige »

Les origines de la forte dégradation des finances publiques françaises sont multiples. La première est l'effet dévastateur du ralentissement de la croissance. En supposant de manière schématique que l'élasticité des recettes fiscales à la croissance soit unitaire, un déficit de croissance de 6 points crée un manque de recettes de 3 %, étant donné un taux de prélèvement obligatoire de 50 %. Deuxièmement, l'aggravation de la

situation de l'emploi a augmenté les dépenses d'assurance ou d'assistance. Enfin, la hausse des taux d'intérêt s'est diffusée progressivement au niveau du passif des administrations et, en particulier, de l'agent le plus endetté qu'est l'État : dans une situation où les taux d'intérêt réels sont supérieurs au taux de croissance, l'effet « boule de neige » (Garnier et Dietsch, 1989) accroît les charges d'intérêt et l'endettement des administrations mesurés en part de PIB.

Tableau n° 2 : Dégradation du déficit associé au déficit de croissance calculé dans l'encadré n° 1

	Déficit de croissance (1)	Effet prélèvements publics (2)	Déficit effectif (3)	Dégradation du déficit (4)
1990	0,0	0,0	-1,6	
1991	1,4	0,7	-2,2	-0,6
1992	2,3	1,25	-4,0	-2,4
1993	5,6	2,3	-5,8	-4,2
1994	5,1	2,65	-5,8	-4,2
1995	5,1	2,65	-5,0	-3,4
1996	6,1	3,05	-4,3	-2,7
1997	6,1	3,05	-3,7	-2,1

Lecture du tableau : La colonne (1) retrace le déficit de croissance obtenu en supposant que la production potentielle progresse chaque année au rythme de 2.2%. En supposant un taux de prélèvements obligatoires de 50%, une fiscalité invariante et une élasticité des recettes à la croissance unitaire, la colonne (2) représente le « manque à gagner » en terme de recettes publiques lié à cette insuffisance de la croissance. La colonne (3) représente les déficits effectifs des administrations publiques et la colonne (4), la dégradation du déficit entre l'année n et 1990. La comparaison des colonnes (2) et (4) permet d'évaluer le rôle joué par le déficit de croissance dans la variation du déficit public.

(Sources : *Économie européenne*, calculs réalisés par les auteurs).

Un essai de décomposition de cette dégradation massive, de 23 %, de la dette publique est donné dans l'encadré n° 2. En ordre de grandeur, l'effet dynamique « boule de neige » et le déficit primaire expliqueraient respectivement 13 et 8 points de pourcentage. Certes, cette démarche demeure insuffisante pour évaluer les mesures discrétionnaires durant cette période. En effet, le déficit primaire doit encore être corrigé du rôle joué par le cycle économique et de la variation du taux de pression fiscale. En procédant à ces corrections, Bouthevillain (1997) conclut à l'existence d'un léger activisme budgétaire entre 1990 et 1993 (seule la variation du déficit public de 1992 est essentiellement imputable à des mesures discrétionnaires). Après cette date, la politique budgétaire prend un tournant restrictif important.

**Encadré n° 2 : Simulation des ordres de grandeur
des effets « boule de neige »**

**Tableau n° E.2 : La variation de la dette publique décomposée entre
déficit primaire et effet « boule de neige »**

	Ratio (D/Y) Maastricht	Dégradation du ratio	Taux d'intérêt corrige du taux de croissance	Effet « boule de neige »	Dégradation cumulée de D/Y qui en résulte	Déficit primaire	Dégradation cumulée de D/Y qui en résulte	Dégradation totale cumulée D/Y qui en résulte
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
1989	34,4	0						
1990	35,5	1,1	2,5	0,8	0,8	0,8	-0,8	0
1991	35,9	1,5	4,6	1,6	2,4	0,4	-1,2	1,2
1992	39,7	5,3	4,8	1,7	4,1	-1,1	-0,1	4,0
1993	45,7	11,3	6,4	2,5	6,6	-2,7	2,6	9,2
1994	48,6	14,2	3,0	1,3	7,9	-2,6	5,2	13,1
1995	53,0	18,6	3,1	1,45	9,35	-1,6	6,8	16,15
1996	55,7	21,3	4,0	2,1	11,45	-0,9	7,7	19,15
1997	57,2	22,8	3,3	1,8	13,25	-0,3	8,0	21,25

Lecture du tableau :

L'objet de ce tableau est d'évaluer la contribution de l'effet « boule de neige » (Garnier et Dietsch, 1989) à la variation du ratio de dette/PIB depuis 1990 (colonne (2)).

Chaque année, le ratio d'endettement (colonne (1)) se définit comme suit :

$$DET_t = DET_{t-1} + DEFP_t + (i - n) / (1 + n) DET_{t-1}$$

avec

DET, le ratio dette publique sur PIB ;

DEFP, le déficit primaire, en part de PIB ;

i, le taux d'intérêt nominal sur la dette, qui diffère donc du taux de marché de l'année ;

n, le taux de croissance du PIB, en valeur ;

$(i - n) / (1 + n)$, le « taux d'intérêt corrigé du taux de croissance »

$(i - n) / (1 + n) DET_{t-1}$, l'effet « boule de neige » lorsque $i > n$

Lorsque le solde primaire est nul, l'endettement nouveau pour une période donnée est égal aux charges d'intérêt. À pression fiscale inchangée, le ratio d'endettement (dette rapportée au PIB) est alors invariant si le taux d'intérêt nominal est égal au taux de croissance en valeur. Par contre, il croît continûment lorsque le taux d'intérêt devient supérieur

au rythme de progression de la production nationale : c'est l'« effet boule de neige » (colonne (5)). La stabilisation du ratio d'endettement nécessite dans ce cas de dégager un surplus budgétaire primaire.

Sources : La difficulté principale pour construire cette évaluation est de trouver une série longue de taux d'intérêt « apparent » compatible avec la définition particulière de la dette publique. En effet, sur ce point les Rapports sur les comptes de la nation ne sont pas explicites. La série qui a été retenue dans ces calculs recoupe bien pour 1994, 1995 et 1996 les chiffres de *L'économie française*, édition 1997-1998 (INSEE, p. 176) eux-mêmes différents de ceux annoncés l'année précédente. La série de dette provient de *Économie européenne* (1997). Le taux apparent nous a été fourni par l'OFCE. Enfin, le déficit primaire est celui des tableaux des *Perspectives économiques* de l'OCDE. Par ailleurs la formule retenue ne tient pas compte de diverses opérations en capital (dettes à garantir, privatisation...). Elle donne la dynamique du ratio hors ces opérations patrimoniales.

Doit-on regretter une politique budgétaire plus dure ?

La contre performance macro-économique française associée à la dégradation des comptes publics et les épisodes de « contraintes budgétaires expansionnistes » danois ou irlandais durant les années quatre-vingt ont suscité plusieurs essais traitant de la perte d'efficacité des stabilisateurs automatiques et de l'intérêt des approches néo-ricardiennes (Giavazzi et Pagano (1990), Cour *et alii* (1996), Cotis *et alii* (1998)...). Selon ces approches, les ménages français auraient réagi au creusement du déficit public depuis le début des années quatre-vingt-dix en réduisant leur consommation dans la perspective des prélèvements futurs nécessaires au remboursement de la dette accumulée. Cette rupture du comportement de consommation trouverait son origine dans la nécessité de respecter les critères de Maastricht⁵ et dans l'existence de non linéarités (au-delà d'un certain seuil d'endettement, les agents anticipent une hausse rapide des prélèvements obligatoires afin d'assurer la solvabilité de l'État).

Il est vrai que différents travaux soulignent le caractère atypique de la consommation française depuis 1992 (Allard (1992), Bonnet et Dubois (1995), Sicsic et Villetelle (1995), Cotis *et alii* (1998)...): les déterminants traditionnels que sont l'inflation et le revenu ne permettraient pas d'expliquer la hausse du taux d'épargne observée sur la période récente. Pour autant, Cotis *et alii* ne parviennent pas à trancher entre le rôle joué par la hausse des incertitudes (risque de chômage élevé et problème du financement des retraites) et celui lié à la crainte d'une augmentation des prélèvements obligatoires. De la même façon il semble que le comportement d'investissement ait pu être perturbé au cours des années quatre-vingt-dix, (INSEE, 1996) mais il n'est pas possible d'attribuer de façon certaine ce fait aux évolutions budgétaires.

Plusieurs arguments viennent toutefois nuancer le diagnostic de moindre efficacité de l'instrument budgétaire. D'abord, les approches néo-ricardiennes reposent sur des hypothèses fortes (absence de contrainte de liquidité, unicité du taux d'intérêt...). De plus, Poterba et Summers (1987) ont démontré l'absence d'équivalence ricardienne aux États-Unis entre 1980 et 1986 et l'utilisation de l'instrument budgétaire américain est souvent cité pour avoir permis de soutenir la croissance après la crise de 1982 (OFCE, 1994). Enfin, Creel (1997) a pu montrer dans le cas danois que les caractéristiques de la fonction de consommation des ménages sont restées keynésiennes. Les déterminants que sont la dette publique (effet richesse), la libéralisation financière, le desserrement temporaire de la contrainte de liquidité (effet revenu) suffiraient pour rendre compte de la consommation des ménages et de la baisse du taux d'épargne sur la période 1979-1995.

Il faut aussi rappeler un résultat constant de la modélisation macroéconomique selon lequel le multiplicateur budgétaire n'est guère élevé (Modigliani, 1977) : un multiplicateur à peine supérieur à l'unité, sans croissance, est l'ordre de grandeur généralement retenu (sa valeur est beaucoup plus forte dans le modèle Mimoso, Le Bihan et Lerais, 1997).

Un dernier argument aurait pu plaider en faveur de la réduction importante du déficit budgétaire : le fort niveau des taux d'intérêt (Passet, 1997). En effet, plusieurs modèles associent leur niveau à la croissance jugée non soutenable de la dette. Si, dans la lignée de Sargent et Wallace (1981), on croit que la monétisation est l'issue de dettes trop fortes, des taux d'intérêt à long terme élevés sont alors associés à des anticipations d'inflation. Par ailleurs le prélèvement sur l'épargne résultant des déficits publics causerait (dans la lignée de modèles de type « fonds prétables ») des tensions sur les marchés financiers. On sait cependant que plusieurs approches alternatives aux enchaînements liés à la politique budgétaire existent pour expliquer les taux d'intérêt élevés (profitabilité du secteur réel, retour à des normes historiques de très long terme, voire changement de comportement des autorités monétaires...). En outre le contexte du début des années quatre-vingt-dix n'était nullement celui du début des années quatre-vingt (une inflation vaincue de façon crédible; une situation tendant à créer des excédents externes, faisant apparaître la problématique de l'excès d'épargne). Si la France avait eu une politique budgétaire beaucoup plus dure que celle de ses voisins, il est douteux que ses taux d'intérêt en auraient été très réduits. Au regard du chômage accru, cette option aurait probablement soulevé plusieurs interrogations quand à la crédibilité de la politique suivie et conduit à des « primes de risque » plus élevées.

Finalement, la présomption d'une dégradation subie de la situation

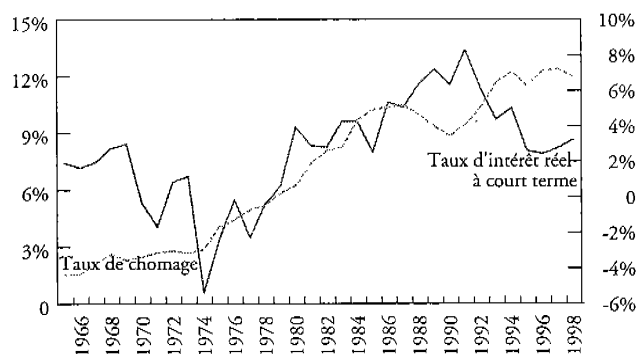
budgétaire semble confirmée. L'hypothèse selon laquelle une résorption immédiate des déficits publics eut aggravé le creux conjoncturel a beaucoup d'arguments pour elle.

POLITIQUE MONÉTAIRE ET RÉUNIFICATION ALLEMANDE

Le niveau des taux d'intérêt réels français a crû continûment du milieu des années soixante-dix au début des années quatre-vingt-dix. Pour cette raison, la politique monétaire a souvent été incriminée : elle serait à l'origine des résultats décevants de la France en matière de croissance, de chômage, et ses répercussions sur le potentiel national seraient durables.

Ceci pourrait *a priori* être modéré par deux arguments majeurs : d'une part, la hausse du chômage français a précédé la montée des taux d'intérêt. Dès 1965, elle devient un problème essentiel qui conduit à l'adoption de politiques actives. Pourtant, de 1967 à 1979 (date du tournant monétaire mondial), le taux de chômage progresse de 2.10 % à 5.8 %, alors que le taux d'intérêt réel à long terme diminue de 3.5 % à 1.99 %.

Graphique n° 4
Taux de chômage et taux d'intérêt en France depuis 1965



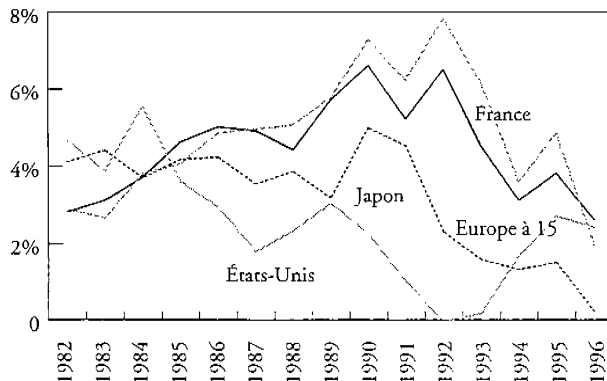
Source : *Perspectives économiques* n° 62 (OCDE).

D'autre part, plusieurs études récentes soulignent le niveau « historiquement » élevé du taux d'intérêt réel mondial depuis le début des années quatre-vingt (pour une synthèse de ces travaux voir Martineau, 1997). Les explications avancées pour rendre compte de cette situation sont nombreuses : le niveau insuffisant de l'épargne lié notamment à l'importante désépargne publique (du fait des déficits accrus), le surcroît d'investissement associé à la hausse importante des taux de rendement du capi-

tal privé, les politiques monétaires restrictives, l'illusion nominale dont sont victimes les agents qui aboutirait à des taux d'intérêts réels plus élevés en période de faible inflation, l'insuffisante crédibilité des banques centrales, le retour à une norme de très long terme... Ce constat appelle deux remarques : la première est qu'il est difficile d'imaginer comment la France aurait pu réduire de manière notable et indépendante le niveau de ses taux d'intérêt. La seconde est que cette contrainte ne peut rendre compte *a priori* des contre-performances françaises relatives.

Cependant, une analyse comparée des taux d'intérêt du G7 semble démontrer que la France a fait depuis le milieu des années quatre-vingt à une contrainte particulièrement forte (graphique n° 5) directement liée à l'importation d'une règle monétaire incohérente avec le contexte national. Certes, la hausse des taux d'intérêt n'implique pas nécessairement celle du coût du capital dès lors que la productivité de ce facteur croît au même rythme. Mais l'application de cette correction ne change pas le constat précédent.

Graphique n° 5
La France a-t-elle souffert de taux d'intérêts réels à court terme particulièrement élevés?



Source : Le taux d'intérêt européen provient de la Commission européenne, les autres taux sont issus de *Perspectives économiques* n° 62.

Éléments de chronologie du choc asymétrique

Le premier choc de la décennie auquel doit faire face l'économie française est le choc asymétrique de la réunification allemande. Il débute en 1990 et se traduit rapidement par la réorientation de la demande vers la demande interne, au détriment des importations. La réunification allemande s'est d'abord présentée sous la forme d'un aléa heureux.

On retrouve aisément des traces de « reproches » faits à l'Allemagne de mal recycler ses performances en épargnant « trop », ce dont semblait attester le niveau extrêmement élevé de ses excédents externes. La très forte croissance de la demande intérieure, l'appel aux importations, pouvaient apparaître comme une opportune contribution de l'Allemagne à l'entretien de la croissance européenne et mondiale. Cotis et Schimel (1990) exposent ainsi plusieurs configurations possibles de la réunification, dont un scénario « optimiste » qui ne semblait nullement invraisemblable.

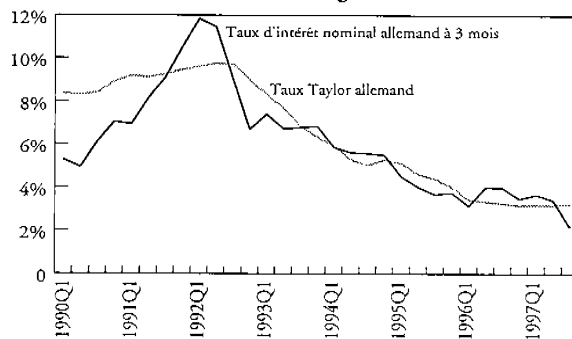
Mais cette croissance mal contrôlée de la demande interne a créé sur les marchés des biens un déséquilibre important. Si ce dernier a pu être en grande partie absorbé par les excédents courants initiaux, il a conduit malgré tout à d'importantes tensions reflétées par l'évolution des prix.

Les autorités ont cherché à limiter ces tensions. Pour réaliser cet objectif, elles disposaient de plusieurs stratégies. La première était l'augmentation des impôts visant à financer la croissance des dépenses : sa difficile mise en place ne fut pas retenue. La seconde voie était la réévaluation du mark⁶. Elle aurait donné à l'Allemagne l'avantage de gains de termes de l'échange et l'inconvénient d'une plus faible compétitivité-prix. Cependant, le pays ne souffrant pas au moment de la réunification de problème de déséquilibre externe, cet affaiblissement de la compétitivité aurait rééquilibré le marché des biens en évinçant la demande externe et en accroissant l'offre internationale adressée à la demande interne. Celle-ci étant alors plutôt stimulée par les gains des termes de l'échange, un prélèvement fiscal eut pu apparaître nécessaire pour aller dans le sens d'un meilleur équilibre du marché des biens. Mais cette option n'a pas été adoptée. Finalement, c'est sur la politique monétaire que l'Allemagne a préféré faire porter le poids de la lutte contre l'inflation.

Une illustration pour la France et l'Allemagne de la règle de Taylor

Dans le langage de la règle monétaire dite de Taylor (1994), et sans s'engager sur la pertinence de ses fondements, qui suppose en particulier la définition d'une « fonction de perte » (encadré n° 3), la cohérence de la politique allemande apparaît aisément (graphique n° 6). Jusqu'en 1992, la hausse du taux d'intérêt est justifiée à la fois par un output gap positif et une inflation croissante. Le retournement de conjoncture qui suit justifie la mise en place d'une politique monétaire plus accommodante. Après 1995, l'inflation ayant retrouvé un rythme proche de 2 % par an, l'écart entre le taux d'intérêt nominal « neutre » (ou de long terme) et le taux à trois mois s'explique exclusivement par l'écart de PIB négatif.

Graphique n° 6
Un taux de Taylor compatible avec le taux d'intérêt effectif
en Allemagne



Source : La règle de Taylor est calculée par les auteurs (encadré n° 3).

Tandis que l'Allemagne gérait, sans coordination internationale, un choc asymétrique qui lui était propre, la France a choisi de maintenir l'ancrage de sa monnaie au mark. Les intérêts à long terme de cette liaison sont souvent exposés : la volonté de réalisation de la prochaine monnaie unique dont les avantages sont aisément plaidables sur une zone économique vaste, l'importation de crédibilité associée à une discipline persévérante de lutte contre l'inflation comme préalable à une réduction des taux d'intérêt...

Il semble cependant, qu'en suivant cette règle de « taux pivot invariant », la politique monétaire ait suscité des taux d'intérêts trop hauts, inadaptés au contexte national (graphique n° 7). Ceci peut résulter aussi bien des conditions définies par la banque centrale (par exemple les taux à échéance d'un mois) que de celles des agents privés dont les anticipations importent pour déterminer les conditions monétaires à court terme. L'application de la règle de Taylor au cas français confirme cette intuition : si l'objectif de la politique économique durant les années quatre-vingt-dix avait été de ramener l'économie sur son sentier de croissance potentielle et d'atteindre une cible d'inflation de 2 %, le taux d'intérêt nominal à court terme aurait été en moyenne 3,5 points plus bas. C'est en 1992-1993 que les conditions monétaires semblent les plus inadéquates : alors que la France est en plein creux de cycle et que l'inflation est stabilisée, la banque centrale maintient des taux à court terme élevés, au risque d'enfermer le pays dans plusieurs années de croissance faible (Fitoussi, 1995).

Encadré n° 3 : Calcul de la règle de Taylor

Depuis le début des années quatre-vingt, les autorités monétaires des principaux pays de l'OCDE ont substitué les règles de politiques monétaires aux mesures discrétionnaires afin d'assurer leur objectif de stabilité des prix. Ce changement de stratégie trouve son origine dans la disparition supposée des vertus attribuées à la flexibilité de la politique monétaire. Comme le soulignent Lavigne et Villieu (1996), « si les agents sont rationnels, la politique monétaire ne permet pas de stimuler durablement l'activité, et ne peut que créer « du bruit », c'est-à-dire accroître la variabilité du produit tout en laissant apparaître un biais inflationniste ». *A contrario*, l'énoncé de règles claires et la croyance en leur respect apparaît comme un moyen efficace de combattre l'inflation (Barro et Gordon, 1983).

En 1993, J.-B. Taylor propose une règle de politique monétaire pour les États-Unis, découlant de la minimisation d'une fonction de perte, et retraçant assez fidèlement la fonction de réaction des autorités monétaires américaines entre 1987 et 1992. Sa simplicité a assuré son succès et elle est actuellement utilisée dans de nombreux organismes (Goldman Sachs, OCDE, Direction de la prévision...). Sa forme la plus usuelle est définie par la relation (1).

$$r_t = r^* + p + 0.5 (y - y^*) + 0.5 (p - p^*) \quad (1)$$

avec r : le taux d'intérêt nominal p : l'inflation anticipée p : l'inflation

$y - y^*$: l'*output gap* p^* : la cible d'inflation

r^* : le taux d'intérêt réel neutre (égal au taux de croissance potentielle de l'économie)

L'aspect normatif de la règle de Taylor est évident. Son résultat dépend étroitement des cibles d'inflation et de croissance retenues, du choix du taux d'intérêt réel neutre (généralement égal au taux de croissance potentielle) et du poids accordé à chacun des deux objectifs. Sa construction permet néanmoins d'évaluer la marge de manœuvre dont dispose les autorités monétaires.

Dans ce travail, les rythmes de croissance potentielle et les *output gaps* ($y - y^*$) sont calculés à partir d'une fonction de production de type Cobb Douglas en supposant le taux de chômage stable depuis la fin des années quatre-vingt. La cible d'inflation retenue dans tous les pays est de 2 % (ce choix est effectué dans la plupart des travaux menés sur la

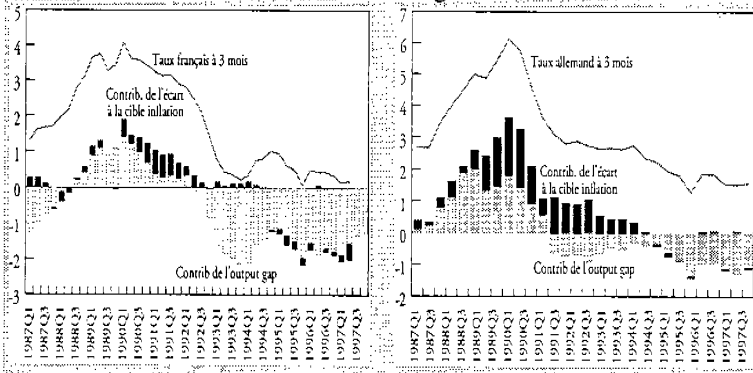
règle de Taylor). En ce qui concerne les anticipations d'inflation, leur évaluation est difficile. Pour cette raison, c'est l'inflation courante qui est généralement employée. Les calculs présentés dans cet article reposent également sur cette simplification. Une série de règles de Taylor alternative évaluée à partir des chiffres d'inflation anticipée estimés par Martineau (1998) à l'aide d'un VAR structurel ne modifiaient pas les conclusions obtenues.

Tableau n°E-3 : Exemple de calcul de la règle de Taylor en France et en Allemagne en 1996

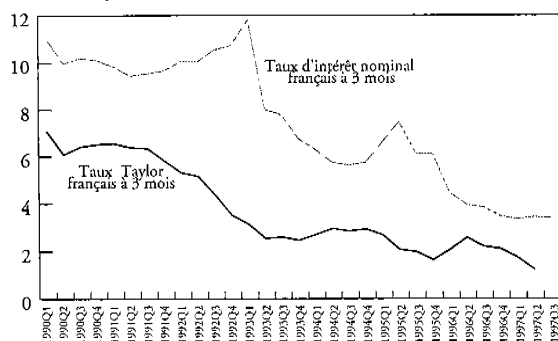
Déterminants de la règle	Allemagne	France
r^*	2.72	2.25
$y-y^*$	-2.17	-3.42
β	2.00	1.78
β^*	2.00	2.00
π	3.63	2.21
r	3.30	3.93

Le graphique n°E-1 permet de décomposer la règle de Taylor entre ses différents déterminants. Le trait plein représente la taux d'intérêt nominal fourni par la règle une fois l'inflation retranchée. Les bâtonnets clairs correspondent à la contribution de l'*output gap* et les bâtonnets foncés désignent la contribution de l'écart de l'inflation courante à sa cible (2 %). La différence entre le cumul des deux bâtonnets et le trait plein est égal au niveau du taux d'intérêt réel neutre.

Graphique n°E-3 : Les déterminants de la règle de Taylor en France et en Allemagne



Graphique n° 7
Un taux de Taylor inférieur au taux d'intérêt effectif en France



Source : La règle de Taylor est calculée par les auteurs (encadré n° 3).

LA BAISSÉ DU DOLLAR ET LA PARITÉ D'ÉQUILIBRE

Au moment où la CEE gérait les avantages et les inconvénients d'un choc asymétrique d'un type assez rare, elle devait faire face à la reconquête, par les États-Unis, des parts de marché mondiales perdues lors de l'appréciation du dollar. La France n'a pas échappé à ce phénomène. Ainsi, si elle avait maintenu ses parts de marché au niveau de 6 %, la valeur de ses exportations aurait été plus élevée de 10 % durant la décennie courante.

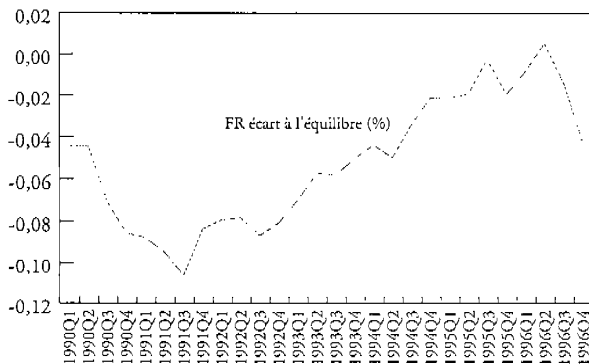
Les effets de la hausse du dollar avaient été débattus au cours des années quatre-vingt, sans que soit dégagée de conclusion nette. Les avantages d'un dollar fort (une compétitivité-prix plus forte de la zone Europe) étant mis en regard de ses inconvénients (des termes de l'échange plus faibles, un prix du pétrole plus élevé...). Il est certain que cet avantage de compétitivité n'a pas été véritablement exploité par l'économie française, comme l'expliquent Francq et Lamiot (1990). C'est essentiellement via son imbrication à la zone Europe qu'elle a pu en bénéficier. La baisse du dollar qui a suivi, dans un contexte de dynamisme américain, est associée à la crainte de très grandes difficultés pour l'industrie européenne.

Caractériser un taux de change d'équilibre ?

Ces mouvements de parité ont suscité de nombreux travaux sur le thème du taux de change « d'équilibre ». En effet, juger de la sous ou surévaluation d'une monnaie nécessite le recours à une référence. Dans

la mesure où l'on s'intéresse aux performances extérieures d'ensemble d'un pays, c'est le taux de change effectif réel qui doit être étudié. Dans le cas de la France, les études menées à partir de l'approche de Williamson⁷ (encadré n° 4) aboutissent à des résultats assez différents. Tandis que Barrell et In't Veld (1991) ou encore Borowski *et alii* (1997) concluent à une surévaluation du franc durant les années quatre-vingt-dix, Joly *et alii* (1997) considèrent que le taux de change effectif réel français aurait été en moyenne à l'équilibre sur cette même période. Ces études coïncident cependant pour souligner que les niveaux actuels de parité ne sont pas contestables. L'aspect normatif de ces études explique largement les différences de diagnostics (choix de la croissance potentielle, cible de balance courante retenue... voir notamment Bayoumi *et alii* (1994)). Elles ont généralement en commun d'utiliser des output gaps de « court-moyen terme ». Il est dès lors aisé de conclure que l'utilisation de l'écart de PIB de moyen terme estimé dans l'encadré n° 1 irait dans le sens d'un taux de change effectif réel français surévalué.

Graphique n° 8
Écart du taux de change effectif réel français à son niveau d'équilibre



Source : Borowski, Couharde et Thibault (1997).

Encadré n° 4

L'approche des taux de change d'équilibre fondamentaux

L'approche développée par Williamson définit le taux de change effectif réel d'équilibre comme celui permettant d'assurer à moyen terme la réalisation des équilibres interne et externe. L'écart de la parité réelle à son niveau d'équilibre à chaque période dépend alors directement de la valeur des *output gaps* et des écarts des soldes courants à leur cible de tous pays modélisés. La méthodologie permettant de définir les équilibres interne et externe est loin de faire l'unanimité. Concernant le premier, la croissance potentielle peut être évaluée à partir de plusieurs méthodologies aboutissant à des résultats très variables (un filtrage de Hodrick Prescott de la production effective donnera un *output gap* et une croissance tendancielle faibles, un calcul de croissance potentielle à l'aide d'une fonction de production aboutira à un écart de PIB beaucoup plus élevé). Concernant le second, le choix d'une cible est tout aussi difficile. Les uns retiennent une balance courante nulle, les autres préfèrent déterminer un montant de flux « structurels » de capitaux considérant qu'il peut être parfaitement justifié pour certains pays d'avoir des déséquilibres extérieurs durables (théorie du cycle d'endettement et du cycle de vie, prise en compte des caractéristiques démographiques, ...). Dans ce cadre, une monnaie devra être dévaluée (et est donc jugée surévaluée) lorsque l'*output gap* est négatif (la partie de la demande externe qui sera réorientée vers le marché national lui permettant de relancer sa croissance interne) ou lorsque l'écart du solde courant à sa cible est négatif (les gains de compétitivité-prix lui permettant d'améliorer son solde extérieur). (Borowski *et alii*, 1997)

86

À propos du thème de la monnaie « forte »

On aurait donc vraisemblablement pu souhaiter une parité du franc plus faible, surtout au début des années quatre-vingt-dix. Il convient néanmoins de redire ici que le niveau du taux de change n'est pas entièrement à la disposition d'un gouvernement, et qu'une parité (plus) faible est une stratégie macro-économique qui cumule avantages et inconvénients (notamment une perte de pouvoir d'achat).

A contrario, plusieurs études récentes ont souligné les avantages liés à une monnaie « forte », notamment dans le cas des parités européennes. D'un point de vue macro-économique l'existence d'un solde extérieur très positif pourrait être le reflet d'une sous-évaluation.

Pourtant, les études descriptives menées par Fontagné, Freudenberg et Péridy (1997), à des niveaux très fins des nomenclatures, démontrent que les excès durables de prix relatifs vis-à-vis des concurrents ne sont pas l'indice d'une moindre compétitivité (liée à des coûts salariaux trop élevés, par exemple), mais celui d'une valorisation rendue possible par une meilleure qualité des biens notamment dans les segments de milieu et haut de gamme.

De plus, Krugman a décrit dans son article de 1989, le « cercle vertueux » d'une parité élevée à partir des expériences britannique et américaine des années quatre-vingt. Il est d'ailleurs étonnant que la dynamique de spécialisation vers des productions bien valorisées sur laquelle il repose ne s'enclenche pas d'elle-même. En effet, une telle recherche de gains de productivité correspond spontanément à l'intérêt de toute entreprise. Or, écrit Krugman, « Les économistes sont mal à l'aise devant des arguments de ce type. Leur hypothèse de travail consacrée par l'usage est que les firmes sont toujours sur leur fonction de production et qu'elles minimisent leurs coûts que ce soit ou non nécessaire à leur survie. Ceci rend dérangeante l'idée que la concurrence internationale a induit les firmes à réaliser des améliorations qui eussent été profitables même auparavant. Nous disposons bien sûr de mots pour décrire la possibilité que les firmes opèrent en dessous de leur potentiel : rationalité limitée, inefficacité ». Les inconvénients de monnaies « fortes » seraient donc minorés par les adaptations de l'appareil productif qu'elles suscitent.

87

En outre, il est évident que si les pays européens avaient souhaité se protéger de la concurrence nord américaine par une parité plus faible, le caractère non coopératif de la politique serait apparu étant donné en particulier la domination politique et économique des États-Unis. Rééquilibrer le dynamisme américain requiert certainement d'autres moyens. Dans un autre contexte on a bien vu les limites des tentatives américaines de rééquilibrer leurs relations avec le Japon par des mouvements de parité.

Une parité forte insuffisamment validée

Enfin, la stratégie adoptée autour du thème de la monnaie forte incluait en principe un autre volet : un niveau de salaire élevé. Sa validation passe en particulier par des gains de productivité soutenus.

Partons de l'égalité comptable :

$$CU = W / \Pi \text{ avec } \begin{array}{l} CU : \text{Coûts salariaux unitaires en devises} \\ e : \text{Parité } W : \text{salaires } \Pi : \text{productivité.} \end{array}$$

Un objectif de parité réelle plus faible peut être atteint soit en diminuant la parité soit en diminuant les salaires. Le problème est qu'une

baisse de ces derniers ne se décrète pas. Prenant acte de cette difficulté, les dévaluations apparaissent souvent comme le moyen de diminuer le salaire réel : tant que l'inflation induite par les mécanismes de la boucle prix-salaire n'a pas reconstitué les prix relatifs initiaux, la croissance est accrue et des emplois sont créés. Ces mécanismes ont été récemment invoqués pour associer à la remontée du cours du dollar une impulsion favorable à l'activité. Le délai de résorption de l'avantage de compétitivité-prix étant assez long (environ 10 ans), l'impulsion initiale peut être durablement prolongée. Sa contrepartie est un appauvrissement relatif de même durée. Le succès d'une politique de parité plus faible nécessite donc le consentement des salariés à un effort supplémentaire (on travaille plus, pour l'extérieur), pas mieux rémunéré.

Pour autant, le pays ne paraît pas s'être donné les moyens de mener à bien l'option de parité forte retenue. D'une part, il ne semblait pas préparé à une telle stratégie et comme l'ont souligné successivement Stoléru (1969), Stoffaës (1978)..., il a probablement souffert de ses faiblesses initiales. D'autre part, les gains de productivité avérés (cf. ce qui est dit plus haut sur la compétitivité « hors-prix », par la valorisation) n'ont pas été suffisants. Considérant avec Cotis, Germain et Quinet (1997) que « même si les flux d'échange Nord-Sud restent modestes, la menace que représentent les nouveaux compétiteurs peut être suffisamment forte pour inciter les producteurs du Nord à monter en gamme et adopter des techniques de production plus capitalistiques. », l'investissement aurait dû permettre aux « moins qualifiés » d'accompagner cette évolution. En l'absence d'un tel relais, ces derniers ont rencontré des difficultés croissantes (on trouvera chez P. Joly (1997) des réflexions intéressantes sur ce dernier thème).

La politique économique associée à la déception des années quatre-vingt-dix a les contours suivants. D'un côté, la dégradation budgétaire vraisemblablement été subie et des mesures discrétionnaires visant à la compenser aurait risqué d'aggraver la crise. De l'autre côté, la règle monétaire pratiquée avec constance (le maintien d'une parité la plus proche possible du taux pivot franc-deutschemark) a placé le pays dans une position difficile au début de la décennie au risque de l'enfermer dans une phase de croissance durablement plus faible. On est tenté de dire qu'alors l'inconvénient de taux d'intérêt élevés l'a plutôt emporté sur l'avantage d'une demande interne allemande soutenue. Enfin, la stratégie retenue de parité forte aurait nécessité un niveau d'investissement élevé. Certes, des résultats importants ont été obtenus en matière de compétitivité « hors-prix », mais les gains de productivité sont

demeurés insuffisants et l'adaptation du système productif n'a pas assez avancée. Une conséquence immédiate est l'aggravation du niveau chômage des « non qualifiés ».

Ce dernier point renvoie aux aspects plus structurels de la politique économique. On évoque souvent, pour l'analyse des cheminements macro-économiques, la « notion » de choc. Certes, les circonstances peuvent être plus ou moins favorables, mais il ne faut pas perdre de vue le fait qu'une évolution à moyen terme ne résulte pas de l'accumulation de chocs, mais de l'aptitude d'une économie à circuler au milieu d'eux. En marge de ceci, il faut noter, que les modèles de chômage « d'équilibre » font intervenir des arguments de coût (composantes exogènes des salaires, taux d'intérêt), mais également les adaptations à ces coûts (productivités du travail et du capital). Se polariser sur un élément de coût donné (Smic, taux d'intérêt) est une approche insuffisante, si l'on ne décrit pas en même temps les évolutions associées des productivités et donc les facultés d'adaptation des économies. Dire que le niveau élevé du chômage résulte de la seule progression des taux d'intérêt serait alors aussi partiel que d'évoquer uniquement le coût du travail. En effet, le seul marché du travail n'est probablement pas à la source de toutes déceptions. L'hypothèse de neutralité de la politique monétaire à long terme (voire même à court terme) exposée par Lucas, est souvent associée à la flexibilité insuffisante du marché du travail comme cause du chômage. Mais cette perspective est trompeuse, car c'est l'ensemble du secteur réel et financier auquel revient la responsabilité de l'ajustement à politique monétaire donnée. Les études de Fougère et Kramarz (1997) conduisent d'ailleurs à croire que l'adaptation du marché des biens est déterminante et soulignent la question de la bonne caractérisation des relations entre flexibilité sur le marché du travail et flexibilité sur le marché des biens. Pour terminer, il faut rappeler que c'est sur la très longue durée que les règles doivent être comparées. Ce n'est pas parce qu'il existe une conjoncture où l'affranchissement d'une règle eût été intéressant que la règle alternative pratiquée alors eut été meilleure sur la durée. Évoquer l'existence de scénarios alternatifs se doit donc d'être nuancé.

REFERENCES

- ALLARD P. (1992), « La modélisation de la consommation des ménages en France », *Revue d'économie politique*, vol. 102, p. 728-768.
- BARRELL R., IN'T VELD J. (1991), « FEERs and the Path to EMU », *National Institute Economic Review*, n° 137, août, p. 51-58.

- BARRO R.J., GORDON D. (1983), « Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy », *Journal of Monetary Economics*, n° 17, janvier, p. 3-20
- BAYOUMI T., CLARK P., SYMANSKY S., TAYLOR M. (1994), « The Robustness of Equilibrium Exchange Rate Calculations to Alternative Assumptions and Methodologies », in : J. WILLIAMSON (éds), *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Institute of International Economics, Washington DC, p. 19-59.
- BÉNASSY J.-P. (1976), « Théorie du déséquilibre et fondements microéconomiques de la macroéconomie », *Revue économique*, vol. 27, n° 5, septembre.
- BLANCHARD O.-J., MUET P.-A. (1993), « Competitiveness through Disinflation : an assessment of the French Macroeconomic Policy », *Economic Policy*, avril.
- BONNET X., DUBOIS É. (1995), « Peut on comprendre la hausse imprévue du taux d'épargne des ménages depuis 1990? », *Économie et Prévision*, n° 121, p. 39-58.
- BOROWSKI D., COUHARDE C. ET THIBAUT F. (1997), « Sensibilité des taux de change d'équilibre aux output gaps et aux cibles de balance courante. Méthodologie et estimations pour les principaux pays industrialisés », document de travail, Direction de la prévision, n° 97-3.
- BOUTHEVILLAIN C. (1997), « La politique économique » in : *L'Économie française 1998*, Repères, éditions La Découverte.
- BOUTHEVILLAIN C. (1996), « Les cycles des grands pays industrialisés », *Économie et Statistique*, n° 298, 96-8, p. 71-91.
- Commissariat général du Plan, (1990), « L'économie française : diagnostic à moyen terme 1990 », La Documentation française.
- COTIS J.-Ph., CRÉPON B., L'HORTY Y., MÉARY R. (1998), « Les stabilisateurs automatiques sont-ils encore efficaces? », ce numéro.
- COTIS J.-Ph., GERMAIN J.-M., QUINET A. (1997), « Les effets du progrès technique sur le travail peu qualifié sont indirects et limités », *Économie et Statistique*, n° 301-302, p. 23-43.
- COTIS J.-Ph., MÉARY R., SOBCZAK N. (1996), « Le chômage d'équilibre : une évaluation », document de travail, Direction de la prévision.
- COTIS J.-Ph., SCHIMEL S. (1990), « Les conséquences économiques de l'unification allemande : quelques scénarios exploratoires », *Économie et Prévision*, n° 96, p. 5-19.
- COUR Ph., DUBOIS E., MAFHOUS S., PISANI-FERRY J. (1996). « Les effets macroéconomiques des ajustements budgétaires », *Économie internationale*, la revue du Cepii.
- CREEL J. (1997), « De l'optimalité des dettes et des déficits publics. Une analyse théorique et son application aux pays européens de 1970 à 1996 », thèse de doctorat, université de Paris Dauphine.
- DUCHÈNE S., FORGEOT G. ET JACQUOT A. (1997), « Les évolutions récentes de la productivité du travail », *Économie et Statistique*, n° 301-302, p. 169-192.

DREZE J., MALINVAUD E. *et al.* (1994), « Croissance et emploi : l'ambition d'une initiative européenne », *Observations et Diagnostics économiques, Revue de l'OFCE*, n° 49, p. 247-288.

Économie européenne (1997).

EICHENGREEN B., WYPLOSZ C. (1993), « The unstable EMS », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1993/1, p. 51-144, avec une discussion de W. H. Branson.

EYSSARTIER D., L'HORTY Y., SOBCHAK N. (1994), « Un cycle inhabituel? », *Rapport sur les comptes de la nation, 1993*, INSEE, p. 87-127.

FITOUSSI J.-P. (1995), *Le Débat interdit*, Alea.

FONTAGNÉ L., FREUDENBERG M., PÉRIDY N. (1997), « Intra-EC Trade and the Impact of the Single Market », *mimeo*, Cepii, 111 pages.

FONTAGNÉ L., FREUDENBERG M. (1997a), « Intra-Industry Trade : Methodological Issues Reconsidered », *document de travail*, Cepii, n° 97-01, 50 pages.

FONTAGNÉ L., FREUDENBERG M. (1997b), « L'impact du Marché unique sur le commerce européen », *La Lettre du Cepii*, n° 154, février.

FOUET M. (1993), « Les cycles : éléments de comparaison internationale », *Observations et Diagnostics économiques, Revue de l'OFCE*, p. 285-410, juin.

FOUGÈRE D., KRAMARZ F. (1997), « Le marché du travail en France : quelques pistes d'analyse », n° 301-302, p. 51-60.

91

FRANCQ T., LAMIOT D. (1990), « Les échanges extérieurs de la France durant les années quatre-vingt », *Économie et Prévision*, n° 94-95, p. 1-12.

GARNIER O., DIETSCH M. (1989), « La contrainte budgétaire intertemporelle des administrations publiques », *Économie et Prévision*, n° 90, p. 69-85.

GIAVAZZI F., PAGANO M. (1990), « Can Severe Fiscal Contractions Be expansionary? Tales of Two Small European Countries », *NBER Macroeconomics Annual*, The MIT Press, p. 75-116.

HELBLING T., WESCOTT R. (1995), « The Global Real Interest Rate », *Staff Studies for the World Economic Outlook, IMF*, septembre.

INSEE, équipe de projection à moyen terme (1996). « Résorption des déséquilibres de l'économie française : une exploration à l'horizon 2001 », *Économie et Statistique*, n° 299, p. 129-143.

JOLY H., PRIGENT C., QUINET A., SOBCHAK N. (1997), « Le taux de change réel d'équilibre : une introduction », *mimeo*, Direction de la prévision.

JOLY P. (1997), « Présentation générale », *Économie et Statistique*, numéro spécial « Progrès technique, commerce international, qualifications : les liens avec le coût du travail et l'emploi », n° 301-302, p. 3-19.

KRAMARZ F. (1997), « Marché du travail et théorie économique », *in* : *Concurrence internationale, croissance et emploi. Théories économiques et expériences industrielles*, sous la direction de Jean-Pierre Ponsard, Economica.

- KRUGMAN P. (1989), « Surévaluation et accélération des productivités : un modèle spéculatif », in : *Commerce international et concurrence imparfaite*, édité par D. Laussel et C. Montet, *Économica*, p. 121-135.
- LAVIGNE A., VILLIEU P. (1996), « La politique monétaire : nouveaux enjeux, nouveaux débats? », *Revue d'économie politique*, n° 106 (4), juillet-août, p. 491-570.
- LE BIHAN H., LERAIS F. (1997), « Mimosa, un recueil de variantes », document de travail, OFCE, n° M-97-03.
- L'HORTY Y., TAVERNIER J.-L. (1995), « Une lecture des fluctuations récentes de l'activité : l'économie française est-elle devenue plus cyclique? », *Économie et Prévision*, n° 120, p. 141-159.
- L'HORTY Y., THIBAUT F. (1997), « Le NAIRU en France : les insuffisances d'une courbe de Phillips », *Économie et Prévision*, n° 127, p. 83-99.
- LOUÉ J.-F. (1989), « La reprise de l'investissement dans quatre grands pays de l'OCDE », *Économie et Prévision*, n° 88-89, p. 95-101.
- MALINVAUD E. (1977), *The Theory of Unemployment Reconsidered*, Basil Blackwell, Oxford. Version française parue en 1980 sous le titre : *Réexamen de la théorie du chômage*, chez Calmann-Lévy.
- MARTINEAU D. (1998), « Modération des anticipations d'inflation et taux longs aux États-Unis, en Europe et au Japon », Direction de la prévision, note B5-DM-98006.
- MARTINEAU D. (1997), « Le taux d'intérêt réel mondial : existence, pertinence et déterminants », Direction de la prévision, note B5-DM-97.
- MODIGLIANI F. (1977), « The Monetarist Controversy or, Should we Forsake Stabilisation Policies? », *American Economic Review*, vol. 67, n° 2, p. 1-19.
- MORIN P. (1986), « Débats : Dévaluation et appréciation du taux de change. I. Coûts, avantages et opportunité des politiques dévaluationnistes. II. Le franc, le mark et le dollar de 1979 à 1986 », *Regards sur l'actualité*, n° 125, p. 3-26.
- NASSE Ph. (1982), Rapport du « Groupe inflation », rapport pour le Plan, miméo. OCDE, *Perspectives économiques*, n° 62.
- OCDE, *Principaux indicateurs économiques*.
- OFCE (1994), *Le Chômage persistant en Europe*, Seuil, 1994.
- OFCE (1992), *Premier Rapport du Groupe international de politique économique : La désinflation compétitive, le mark et les politiques budgétaires en Europe*, A.-B. ATKINSON *et al.*, Seuil, 1992.
- PASSET O. (1997), « Le rôle des déficits publics dans la formation des taux d'intérêt », Observations et diagnostics économiques, *Revue de l'OFCE*, n° 62, p. 29-74.
- PISANI-FERRY J. (1995), « Présentation » du dossier « Hors du SME », *Économie internationale, La Revue du Cepii*, n° 63, p. 5-7.
- PORTEBA J.-M., SUMMERS L.H. (1987), « Finite Lifetimes and the Effect of Budget Deficits on National Savings », *Journal of Monetary Economics*, n° 20.

Rapport sur les Comptes de la Nation, (1996).

SARGENT T. et WALLACE N. (1981), « Some Unpleasant Monetarist Arithmetic », *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, n° 5

SICSIC P., VILLETTELE J.-P. (1995), « Du nouveau sur le taux d'épargne des ménages? », *Économie et Prévision*, n° 121, p. 59-64.

STERDYNIAK H., LE BIHAN H., COUR Ph., DELESSY H. (1997), « Le taux de chômage d'équilibre, anciennes et nouvelles approches », *Observations et Diagnostics économiques*, n° 60, janvier.

STOFFAËS C. (1978), *La Grande menace industrielle*, Calmann-Lévy.

STOLERU L. (1969), *L'Impératif industriel*, Seuil.

SULEIMAN E.R. (1995), *Les Ressorts cachés de la réussite française*, Seuil.

TAYLOR J.-B. (1993), « Discretion versus Policy Rules in Practice », *Carnegie Rochester Conferences Series on Public Policy*, vol. 29, p. 77-106.

WILLIAMSON J. (1994), « Estimates of FEERs », in : J. WILLIAMSON (éds), *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Institute of International Economics, Washington DC, p. 177-243.

NOTES

23

1. Le taux d'intérêt mondial reste un concept empirique discutable (absence de prise en compte des politiques monétaires nationales, du positionnement des économies dans leur cycle...). Toutefois, dans un contexte d'intégration financière, il donne l'intuition de la contrainte imposée à la politique monétaire dans les « petits » pays (plus exactement les pays pour lesquels le taux d'intérêt réel est supposé exogène). HELBLING et WESCOTT (1995) ont estimé son niveau à l'aide de plusieurs méthodes économétriques. Ils concluent que le taux d'intérêt réel global de long terme du G8 est compris entre 3.04 et 3.25 sur la période 1960Q1 et 1994Q3 et entre 4.65 et 4.86 sur la période 1981Q1 et 1994Q3.

2. Le passage par un taux de chômage supérieur à son niveau d'équilibre apparaît souvent comme la clef de voûte de la « désinflation compétitive ». Le raisonnement est clair : au début des années quatre-vingt, la France souffre d'une inflation plus élevée que ses partenaires commerciaux qui dégrade sa compétitivité (étant donné le système de changes fixes auquel elle appartient) et réduit la demande externe. La « désinflation compétitive » propose alors d'inverser le signe du différentiel d'inflation en laissant agir les mécanismes du marché : la hausse du chômage induite par la baisse de la demande devrait aboutir à une modération salariale et donc à une moindre inflation. Dans un système de changes fixes, ce mécanisme permet de rétablir la compétitivité du fait de la dépréciation réelle de la monnaie. « Selon cette même logique, c'est cette compétitivité retrouvée qui entraînera la réduction du chômage. La France parviendra alors au but poursuivi : le plein emploi, une compétitivité restaurée, un taux d'inflation aussi bas que celui de ses voisins les plus vertueux et une monnaie forte » (OFCE, 1992).

3. Afin de corriger les performances d'une économie du rôle joué par le cycle, on a généralement recours à des indicateurs structurels. Certes, la méthodologie employée afin de décomposer les parties conjoncturelle et structurelle peut toujours être discutée. Cependant, il existe aujourd'hui un consensus pour dire que le solde courant structurel s'est amélioré (Rapport sur les comptes de la nation, 1996), le déficit public structurel s'est dégradé (OFCE (1994), L'HORTY et TAVERNIER, 1995) et le chômage d'« équilibre » a augmenté (STERDYNIAK *et alii* (1997), COTIS *et alii* (1996), L'HORTY et THIBAUT (1997)...).

4. Parmi les indicateurs non mentionnés dans ce tableau, il faut indiquer la bonne performance de la France en matière de commerce extérieur.

5. Généralement, une augmentation de la dette publique est supposée avoir un impact positif sur la consommation des ménages si ces derniers ont une durée de vie finie et ne font pas preuve d'altruisme envers les générations futures. Lorsque ces hypothèses sont respectées, les agents anticipent qu'ils vont pouvoir bénéficier de la hausse des dépenses publiques tandis que leurs remboursements seront assurés par les générations suivantes. Le respect des critères de Maastricht nécessitant une résorption rapide des déséquilibres budgétaires à partir d'une situation initiale très dégradée, les ménages actuels auraient pris conscience du fait qu'ils sont la génération qui va devoir rembourser la dette et auraient ajusté leur consommation en conséquence.

6. Cette hypothèse est décrite dans EICHENGREEN B. et WYPLOSZ C. (1993). Les travaux menés sur le thème du taux de change d'équilibre confirment généralement l'importante sous-évaluation du mark durant les années quatre-vingt-dix (voir partie suivante pour une présentation de la méthodologie des taux de change d'équilibre et pour une étude de la monnaie allemande, BARRELL et IN'T VELD (1991); BOROWSKI *et alii* (1997)...).

7. Voir notamment WILLIAMSON (1994), JOLY *et alii* (1997), BOROWSKI *et alii* (1997)...