

La récession de 1993 réexaminée

Pierre-Alain MUET

Directeur du Département d'Econométrie

Si la récession du début des années quatre-vingt-dix dans les pays anglo-saxons, ou encore celle du Japon en 1993, résultent principalement d'une crise financière, celle de fin 1992-début 1993 en Europe continentale fut au contraire la conséquence de politiques monétaires excessivement restrictives, qui transformèrent la phase de ralentissement que connaissaient alors les partenaires de l'Allemagne en dépression. La première partie de l'article examine les principales caractéristiques des récessions qui ont affecté les pays industrialisés au cours des trois dernières années. La seconde s'appuie sur le modèle Mundell-Fleming élargi pour illustrer la gestion particulièrement inefficace de la réunification allemande par les pays européens et notamment la France. On montre que, dès lors que l'Allemagne tentait d'éliminer l'inflation résultant du choc de demande de la réunification par une politique monétaire restrictive, l'appréciation réelle du mark était inévitable. Celle-ci aurait pu être réalisée par une appréciation nominale qui aurait atténué en France la phase de ralentissement économique ; mais, avec une parité fixe franc-mark, la désinflation désirée par la Bundesbank ne pouvait que provoquer une déflation française.

Un survol des récessions

La chute brutale du PIB en Europe continentale au tournant des années 1992-1993 aura achevé de transformer une récession, alors limitée aux économies anglo-saxonnes traditionnellement cycliques, en récession mondiale comparable en ampleur et en étendue géographique à celles qui suivirent les deux chocs pétroliers. La situation actuelle diffère cependant profondément des chocs stagflationnistes de 1974 et 1979. La récession de 1974-1975 était la conséquence directe d'un choc « exogène » affectant l'ensemble des pays industrialisés. Confrontés à une dégradation simultanée des quatre objectifs habituels de la politique économique : inflation, croissance, équilibres extérieur et public, les gouvernements réagirent après quelques hésitations par des relances budgétaires et des politiques monétaires accommodantes. Le résultat fut une reprise rapide, une inflation persistante et des taux d'intérêt réels négatifs qui permirent d'éviter que le creusement des déficits n'engendre une

forte augmentation des dettes publiques et privées. Le poids de l'ajustement fut en revanche supporté par les entreprises dont les profits se dégradèrent fortement.

La réaction des politiques économiques au second choc pétrolier fut radicalement différente. La priorité donnée à la lutte contre l'inflation, initiée aux Etats-Unis en 1979, engendra une envolée des taux d'intérêt qui entraîna en 1982 une seconde récession succédant à l'effet dépressif du choc pétrolier. La France y échappa temporairement par une relance à contre-courant avant de rejoindre les politiques d'austérité de ses partenaires européens. Taux d'intérêt réels élevés et croissance lente engendrèrent en Europe continentale une montée de l'endettement public, et une longue période de stagnation de l'investissement, jusqu'à ce que le contre-choc pétrolier et l'assouplissement des politiques monétaires ne remettent les économies sur le chemin de la croissance.

L'expansion de la seconde moitié des années quatre-vingt fut le résultat en Europe des effets favorables du contre-choc pétrolier et d'une réorientation expansionniste des politiques économiques. La montée de l'endettement résultant de taux d'intérêt réels devenus durablement supérieurs au taux de croissance, avait conduit la plupart des pays européens à adopter au début des années quatre-vingt des objectifs de stabilisation des déficits publics. Il en résulta des politiques budgétaires pro-cycliques : restrictives en croissance lente, elles devinrent expansionnistes lorsque l'accélération de la croissance entraîna une hausse non anticipée des rentrées fiscales. Simultanément, la réduction de l'inflation due notamment à la baisse des prix du pétrole, et les craintes que suscitérent le krach boursier de 1987, entraînèrent une réorientation expansionniste des politiques monétaires. La réduction des taux d'intérêt à long terme fut facilitée dans certains pays et notamment en France par la politique d'ancrage au mark qui permettait de bénéficier d'une crédibilité accrue et de converger progressivement vers les bas taux d'intérêt que connaissait alors l'Allemagne. Cette phase de boom devait-elle nécessairement conduire à une récession ? L'analyse qui suit montre que si celle-ci était probablement inévitable dans les pays anglo-saxons où la phase de croissance avait été particulièrement longue et accompagnée d'une bulle financière et immobilière marquée, la récession eut une toute autre origine en Europe continentale.

Trois facteurs de ralentissement

Les récessions qui se sont succédées dans les pays industrialisés au début des années quatre-vingt-dix combinent à des degrés divers trois facteurs de ralentissement :

- le retournement du cycle d'investissement après le boom de la seconde moitié des années quatre-vingt,
- l'éclatement des bulles financière et immobilière,
- le resserrement des politiques monétaires en réaction à l'accélération de l'inflation.

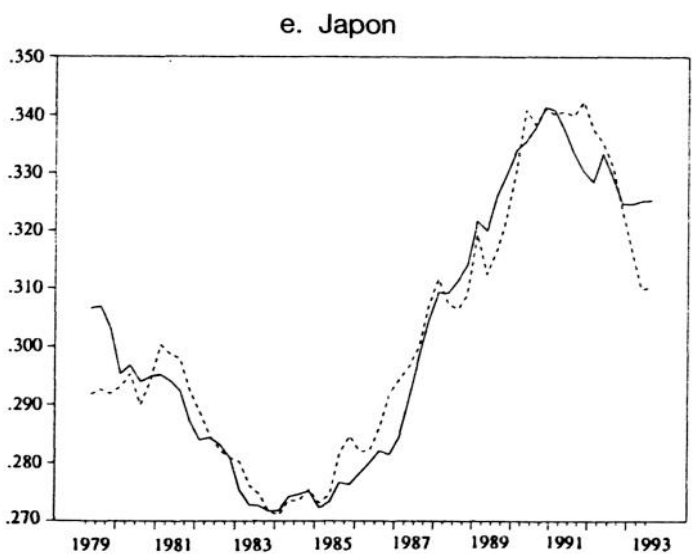
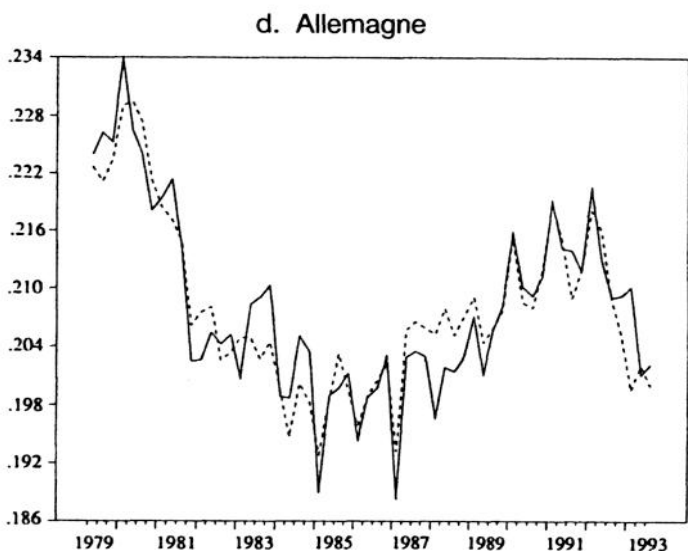
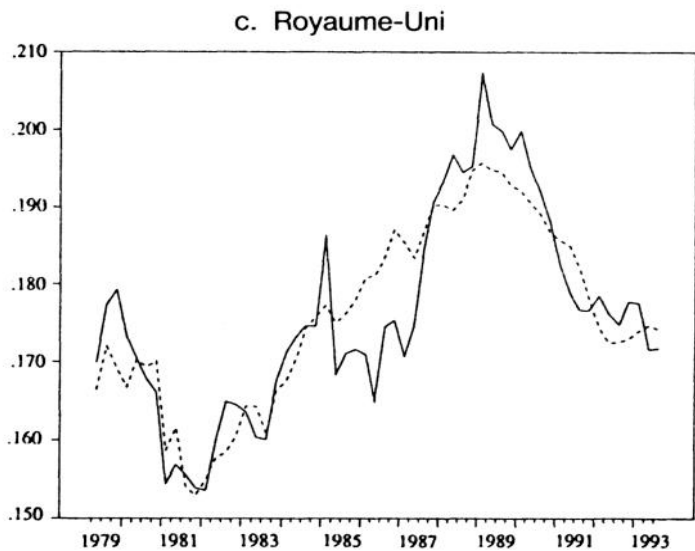
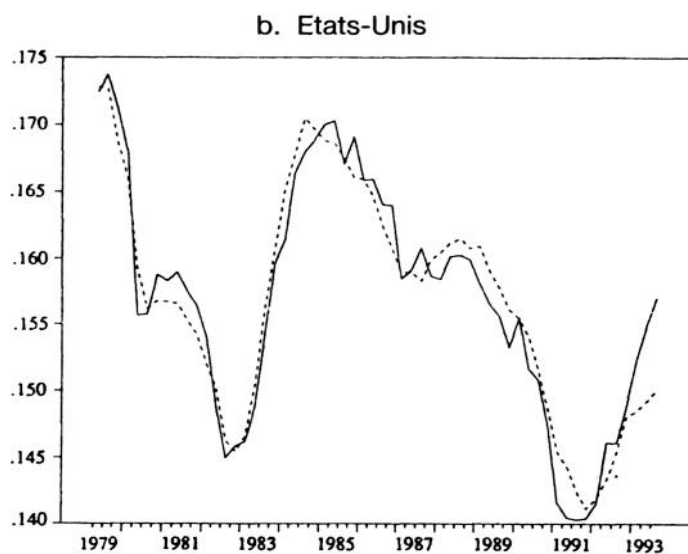
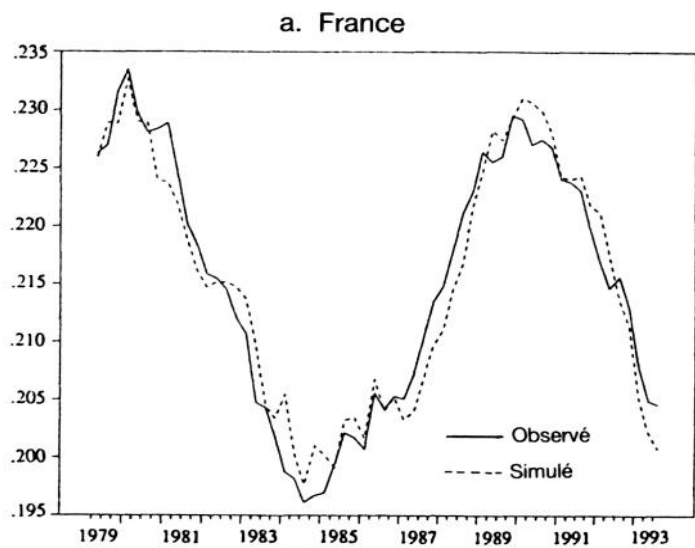
Le cycle d'investissement a été en effet particulièrement marqué dans la seconde moitié des années quatre-vingt. La forte hausse de l'investissement induite par l'accélération de la croissance ne pouvait que s'inverser dès lors que les capacités de production étaient ajustées à la demande. Ce retournement était d'ailleurs anticipé dans les prévisions réalisées au début des années quatre-vingt-dix et, s'il avait été seul à l'œuvre, les économies n'auraient connu qu'une phase normale de ralentissement. L'effondrement de la demande des ménages et la hausse des taux d'intérêt transformèrent le ralentissement de l'investissement en forte baisse, mais celle-ci n'est pas exceptionnelle au regard de la contraction de la demande. La figure 1 décrit l'évolution du taux d'investissement total observé (trait plein) et simulé par un modèle d'accélération (pointillé) dans les six grands pays industrialisés ; l'effet d'accélération suffit pratiquement à expliquer la chute de l'investissement lors des récessions.

Le cycle d'investissement a été toutefois plus accentué au Royaume-Uni que ne le décrit ce modèle élémentaire, en raison notamment de l'importance des bulles financière et immobilière. De même, la reprise de l'investissement en cours d'année 1993 aux Etats-Unis a été beaucoup plus forte que ne le laissait supposer la reprise de la croissance économique, ce qui peut s'expliquer notamment par l'impact de la forte baisse des taux d'intérêt à court terme. Au Japon, la chute de l'investissement total s'est stabilisée en 1993 malgré la contraction de la demande. On retrouve l'impact des fortes stimulations de l'investissement public associées aux relances budgétaires successives (l'investissement public a augmenté de 15 % l'année dernière soit un point de contribution à la croissance du PIB). La situation inverse s'observe en Italie où l'investissement public a été fortement réduit avec le plan d'assainissement budgétaire. L'importance de l'effet d'accélération n'exclut pas un rôle non négligeable des taux d'intérêt dans l'ampleur du retournement de l'investissement. Une étude récente de la Direction de la Prévision ⁽¹⁾ montre que le taux d'intérêt allemand est un bon indicateur avancé de la croissance de l'investissement en Europe. Selon cette étude, une hausse de 1 point du taux d'intérêt allemand à court terme entraînerait une baisse de 1 % de l'investissement au terme de deux ans et 3 % à long terme. La conjugaison de taux d'intérêt élevés et d'anticipations défavorables sur l'évolution de la demande ont également conduit les entreprises à réduire fortement leurs stocks. En 1993, les variations de stocks ont contribué pour 0,7 point à la réduction du PIB européen.

Mais le phénomène le plus atypique a été la forte remontée du taux d'épargne, dans une phase de ralentissement où les ménages puisent habituellement dans leur épargne pour maintenir leur consommation. Au lieu de jouer son rôle habituel d'amortisseur, le partage consommation-épargne a accentué la récession. Ce phénomène a été beaucoup commenté en France où, depuis la guerre du Golfe, le taux d'épargne est plus élevé que ne l'expliquent les modèles habituels. Cette évolution, qui

(1) Voir note de conjoncture internationale (1) de mars 1994 de la Direction de la Prévision, pages 16 et 17.

1. Taux d'investissement observé et simulé par un accélérateur



Sources : OCDE, Comptes trimestriels ; estimation économétriques de l'auteur.

se retrouve dans tous les pays en récession (tableau 1), reflète notamment les conséquences des bulles financière et immobilière qui ont fortement affecté les pays anglo-saxons, le Japon et de nombreux pays européens. La croissance de la seconde moitié des années quatre-vingt a été alimentée par un endettement accru des ménages, facilité par la déréglementation financière et la concurrence des banques pour l'octroi de crédits. La montée des taux d'intérêt réels à la fin des années quatre-vingt rendit insoutenable la poursuite de l'endettement, incitant les ménages à réduire leur demande, et les banques leur offre de crédit face au risque d'insolvabilité grandissant des emprunteurs. Volontaire ou contraint, c'est le désendettement plus que l'augmentation des placements financiers qui explique la remontée de l'épargne des ménages.

1. Taux d'épargne des ménages (% revenu disponible)

	1989	1990	1991	1992	1993
<i>Taux d'épargne % :</i>					
États-Unis	4,1	4,3	4,9	5,0	4,5
Japon	14,6	14,1	14,9	16,0	16,6
Allemagne	12,4	13,5	12,8	12,9	12,4
France(*)	11,7	12,4	12,8	12,8	12,7
Royaume-Uni(*)	6,6	8,3	9,2	11,1	11,0
Suède	-4,9	-0,6	3,4	8,1	9,9
<i>Taux de croissance du PIB en volume % :</i>					
États-Unis	2,5	1,2	-0,7	2,6	2,8
Japon	4,7	4,8	4,0	1,3	-0,5
Allemagne	3,6	5,7	4,5	2,1	-1,5
France	4,3	2,5	0,7	1,4	-0,9
Royaume-Uni	2,1	0,5	-2,2	-0,6	2,0
Suède	2,4	1,4	-1,7	-1,7	-2,7

Note : (*) Épargne nette sauf France et Royaume-Uni : épargne brute.

Source : OCDE, décembre 1993.

Le troisième facteur du retournement a été le resserrement des politiques monétaires et la hausse des taux d'intérêt. La croissance de la seconde moitié des années quatre-vingt a été permise par le bas niveau des taux d'intérêt à court terme qui prévalait à l'époque (3 % en termes nominaux en Allemagne et au Japon au début de l'année 1988). La réaction des politiques monétaires à l'accélération de l'inflation entraîna une progression continue des taux courts de 1988 à 1990. A partir de 1990 les politiques monétaires ont profondément divergé. La baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis, en réaction au ralentissement de l'activité puis à la récession, a ramené les taux courts à leur plus bas niveau depuis la seconde guerre mondiale. La même stratégie a prévalu au

Japon à partir du milieu de l'année 1991, lorsque la croissance a commencé à s'essouffler. Les pays européens, qui étaient tous engagés au début de la décennie quatre-vingt-dix dans une politique d'ancrage au mark, ont suivi au contraire la hausse des taux allemands, avec un différentiel de taux croissant lorsque les marchés prirent conscience de l'insoutenabilité des politiques monétaires restrictives dans un contexte de ralentissement économique. La suite est connue : les marchés financiers imposèrent ce que les politiques ne surent réaliser mais au prix de l'éclatement du SME et d'une récession provoquée par des taux d'intérêt excessifs dans les pays d'Europe continentale qui restèrent ancrés au mark.

La combinaison des trois facteurs précédemment analysés permet de dresser une typologie des récessions de ces trois dernières années. Les Etats-Unis présentent sans doute la récession la plus banale au regard des cycles antérieurs : retournement du cycle d'investissement et crise financière dans un contexte de resserrement de la politique monétaire destiné à lutter contre l'inflation. Si la reprise a été plus lente qu'au cours du cycle précédent, c'est que l'endettement public hérité des années Reagan n'a pas permis d'utiliser comme alors la relance budgétaire pour en accélérer le processus. La récession japonaise est comparable à l'américaine, avec toutefois une crise financière plus sévère, mais des politiques budgétaires et monétaires devenues simultanément expansionnistes. Elle a été, en revanche, prolongée par la forte appréciation du yen au cours de l'année 1993. Au Royaume-Uni et en Suède, la récession des trois dernières années a été la plus forte de l'après-guerre. L'ampleur de ces récessions se comprend mieux lorsqu'on remarque que l'une et l'autre combinaient jusqu'à une date récente à la fois les mécanismes propres au cycle américain (crise financière) et à la récession communautaire (monnaie surévaluée et taux d'intérêt excessifs). Ces deux pays ont d'ailleurs connu une remontée exceptionnelle du taux d'épargne (tableau 1) et une forte baisse de la consommation.

En Europe continentale, la récession de 1993 est surtout le résultat d'une gestion particulièrement inefficace, par l'ensemble des pays de la Communauté, des conséquences de la réunification allemande. En prolongeant la phase de croissance de la fin des années quatre-vingt, le choc budgétaire de la réunification permit à l'ex-RFA de retrouver de façon transitoire le plein emploi en 1991, mais au prix d'une inflation combattue par une politique monétaire excessivement restrictive. Si le mark n'avait pas été l'ancre du SME, une appréciation unilatérale du mark, souhaitée il y a deux ans par la Bundesbank, aurait sans doute permis de faire l'économie des récessions de 1993 en Europe continentale. Tel est le point que nous allons examiner dans la seconde partie de cet article.

Comment transformer un choc expansionniste en choc déflationniste

Si l'expansion allemande liée à la réunification a initialement atténué la phase de ralentissement qui s'amorçait dans la plupart des pays industrialisés après le boom de la seconde moitié des années quatre-vingt, il est vite apparu que le *policy-mix* allemand pouvait engendrer des tensions sur les taux d'intérêt susceptibles d'inverser l'effet favorable de l'expansion budgétaire. Toutefois, jusqu'aux crises monétaires de l'automne 1992, peu de conjoncturistes pensaient que le résultat global pouvait être une récession. L'objet de cette seconde partie est de montrer, à l'aide d'un modèle usuel des manuels de macroéconomie, que lorsque l'Allemagne cherche à éliminer le choc inflationniste de sa politique budgétaire par la politique monétaire, l'inévitable tendance à l'appréciation du mark qui en résulte peut avoir un effet expansionniste chez ses partenaires s'ils acceptent une appréciation nominale du mark, ou au contraire un impact déflationniste s'ils tentent de maintenir une parité fixe ⁽²⁾.

Le modèle

Le modèle, présenté dans l'encadré, comprend deux pays : l'Allemagne et ses partenaires européens que nous appellerons pour simplifier la France. Il est résumé par trois équations usuelles.

La première (courbe de demande ou courbe IS) exprime que la demande adressée aux producteurs nationaux est la somme de trois termes :

- une composante autonome (g) qui résume notamment l'impact de la politique budgétaire, mais aussi l'ensemble des facteurs exogènes qui influencent la demande intérieure ;
- l'effet négatif du taux d'intérêt sur la demande intérieure (coefficient σ) ; on suppose que le taux d'intérêt nominal est contrôlé par les autorités monétaires ;
- la balance commerciale franco-allemande (bc) qui dépend du différentiel de PIB et du taux de change réel franc-mark.

La courbe d'offre (P) résume la boucle prix-salaires à court terme : le prix de la production nationale dépend du prix étranger (avec un coefficient de répercussion inférieur à l'unité lorsque l'indexation des salaires est incomplète) et du volume du PIB (une hausse du PIB diminue le chômage et augmente l'inflation salariale).

(2) Le dilemme appréciation réelle-appréciation nominale a été présenté et discuté dans le premier rapport du Groupe International de Politique Economique de l'OFCE (1992) et dans divers articles, notamment P.-A. Muet (1992).

Un modèle à deux pays

Les grandeurs sont exprimées en logarithmes et en écart par rapport à la situation de référence. La balance courante bc est exprimée en % du PIB et le taux d'intérêt nominal en %. Le taux d'inflation anticipé est exogène. e est le taux de change nominal ($e > 0$ si le franc s'apprécie).

France

Allemagne

— *Courbe de demande.* La demande est une fonction croissante de la demande autonome (supposée contrôlée par la politique budgétaire g) et décroissante du taux d'intérêt r (supposé contrôlé par les autorités monétaires). La balance courante franco-allemande (bc) dépend du différentiel de PIB et du taux de change réel ($x = e + p - p_a$) :

$$(IS) \quad \begin{aligned} q &= g - \sigma r + bc & q_a &= g_a - \sigma r_a - bc \\ bc &= \mu (q_a - q) + \varepsilon (p_a - e - p) & & \text{avec } \varepsilon > 0 \text{ et } 0 < \mu < 1 \end{aligned}$$

— *Courbe d'offre.* Le salaire nominal est indexé (partiellement à court terme) sur les prix de la consommation et fonction du taux de chômage (courbe de Phillips). Le prix de production p , proportionnel au coût salarial unitaire, est donc fonction croissante du prix du partenaire et du volume de la production :

$$(P) \quad \begin{aligned} p &= \rho (p_a - e) + vq & p_a &= \rho (p + e) + vq_a \\ & \text{avec } 0 < \mu < \rho < 1 & & \end{aligned}$$

— *Mouvements de capitaux et équilibre de la balance des paiements.* On suppose les mouvements de capitaux imparfaitement élastiques et les réserves de change constantes. L'équilibre de la balance des paiements s'écrit :

$$(B) \quad bc + \gamma (r - r_a + e^*) = 0$$

où e^* est le taux de change anticipé.

Deux hypothèses relatives aux anticipations de change se prêtent à une résolution relativement simple :

— l'hypothèse d'anticipations exogènes ($e^* = 0$) qui conduit au modèle Mundell-Fleming usuel où $bc = \gamma (r_a - r)$;

— l'hypothèse d'anticipations rationnelles. Si les chocs sont transitoires, le taux de change d'équilibre à long terme n'est pas modifié ; l'évolution anticipée du change est alors ($e^* = -e$). Si on suppose, de plus, les mouvements de capitaux parfaitement élastiques (γ infini), la relation B peut être remplacée par $r = r_a + e$.

Dans les deux cas, lorsque $g = 0$, $g_a > 0$ et r_a tel que $p_a = 0$, si r est constant, il en résulte une réévaluation nominale du mark et l'impact est expansionniste et inflationniste en France et reste expansionniste en Allemagne. Si au contraire r augmente de telle sorte que $e = 0$, l'effet est encore expansionniste en Allemagne, mais il en résulte une baisse de la production et des prix en France (ce résultat est immédiat lorsqu'on suppose $p_a = 0$, $e = 0$ et $q_a > 0$ dans les courbes d'offre P).

La dernière relation (B) exprime l'équilibre de la balance des paiements lorsque les réserves de change sont constantes (on suppose qu'il n'est pas possible de stabiliser durablement le taux de change par une variation des réserves). Les mouvements de capitaux dépendent du différentiel d'intérêt nominal et de la variation anticipée du taux de change. Si les anticipations de change sont exogènes, on retrouve le modèle Mundell-Fleming à deux pays dans lequel la transmission des politiques économiques résulte uniquement des flux de capitaux et donc, dans le cas présent, des politiques monétaires. Pour pouvoir différencier les politiques monétaires, il faut alors supposer une substitution imparfaite des mouvements de capitaux (γ fini).

L'hypothèse alternative consiste à retenir des anticipations rationnelles ; on obtient alors l'effet traditionnel de sur-ajustement du change. Dans ce modèle statique où nous supposons les chocs transitoires, ceci revient à supposer que le taux de change retourne à sa valeur d'équilibre à la période suivante : la variation anticipée du change est donc égale (ou proportionnelle dans un modèle à plus de deux périodes) à l'opposée de la variation instantanée. Lorsque les mouvements de capitaux sont parfaitement élastiques (γ infini), la variation instantanée du change nominal est donc égale (ou proportionnelle) à la différence des taux d'intérêt nominaux. C'est l'hypothèse que nous retiendrons implicitement dans le commentaire qui suit, mais les résultats et les graphiques correspondants seraient qualitativement identiques (moyennant une translation des axes) avec un modèle de type Mundell-Fleming à anticipations exogènes.

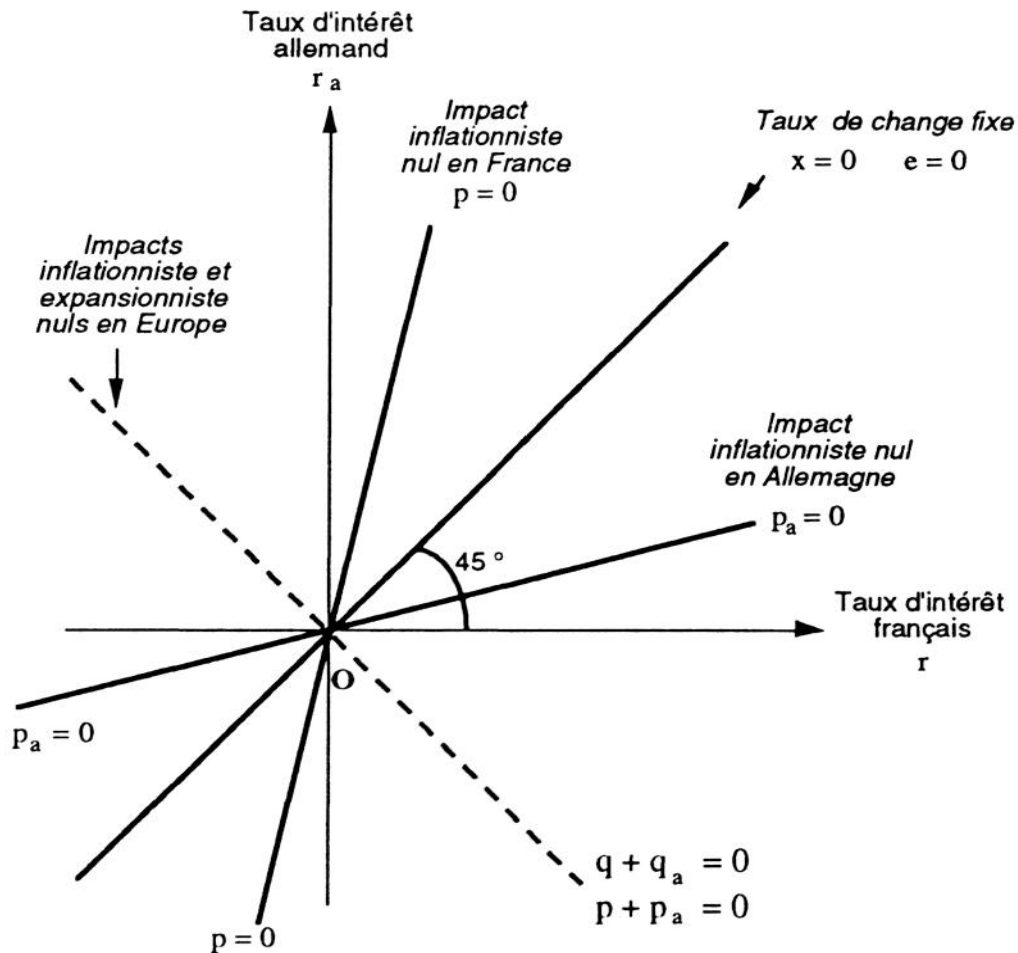
Enfin, bien que le modèle ignore le reste du monde, l'une des principales interactions avec le reste du monde est implicitement prise en compte. Le coefficient σ qui représente l'effet dépressif d'une hausse des taux d'intérêt sur la demande intérieure, peut également traduire l'effet dépressif résultant de l'appréciation des monnaies européennes induite par la hausse des taux européens.

Expansion budgétaire et politique monétaire anti-inflationniste en Allemagne

Dans une économie fermée, la seule façon d'éliminer l'impact inflationniste d'une expansion budgétaire par une politique monétaire restrictive consiste à éliminer simultanément l'impact expansionniste. En économie ouverte, une politique monétaire restrictive engendre des entrées de capitaux et une tendance à l'appréciation du change qui permet d'éliminer l'inflation sans éliminer complètement l'effet expansionniste sur l'économie nationale. Ce *policy-mix* engendre toujours une appréciation réelle de la monnaie, mais elle peut prendre diverses formes selon que les autorités monétaires françaises ont pour objectif de stabiliser l'inflation ou de stabiliser la parité franc-mark.

Examinons tout d'abord l'effet des taux d'intérêt lorsque la demande autonome est la même dans les deux pays (figure 2). Une hausse

2. Impact des politiques monétaires à demande autonome identique

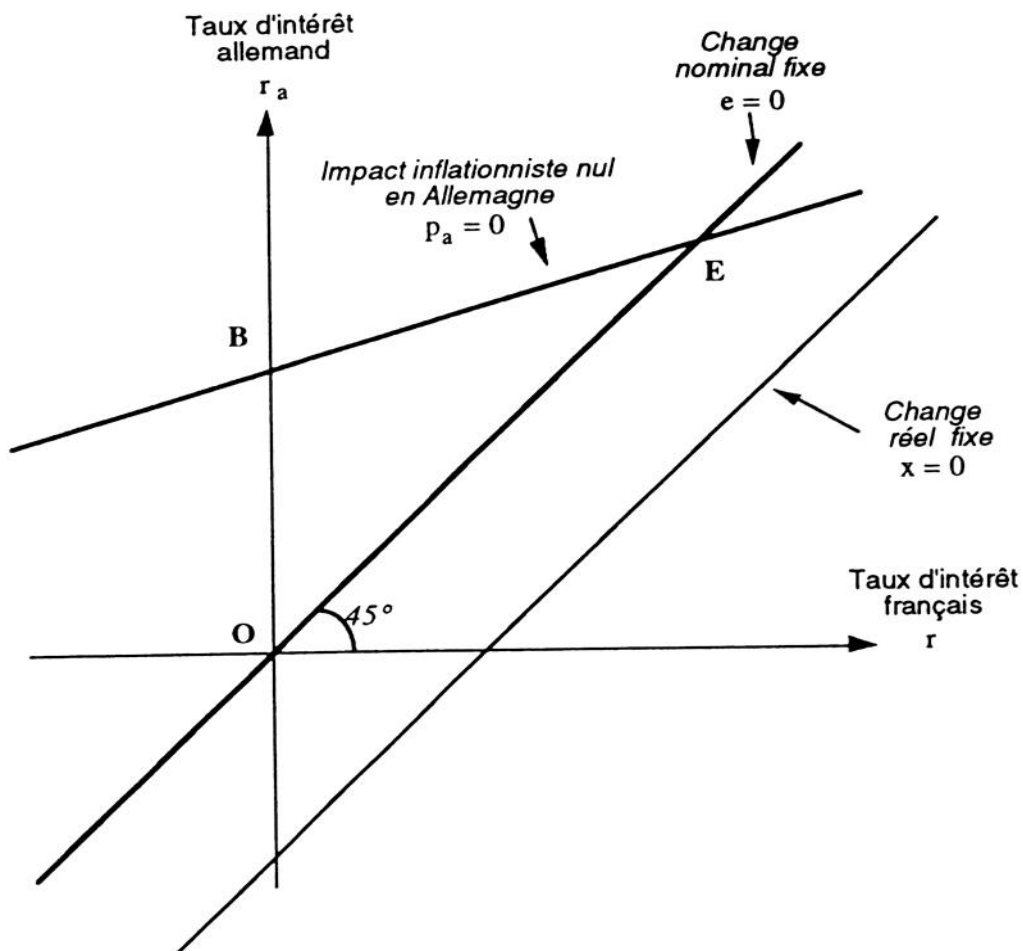


identique des taux d'intérêt français et allemand a un effet dépressif et désinflationniste sur les deux économies, mais ne modifie pas la parité franco-allemande. La première bissectrice caractérise en effet la stabilité du change nominal et réel. Lorsque l'Allemagne augmente seule son taux d'intérêt, il en résulte une appréciation réelle et nominale du mark et un effet dépressif et désinflationniste en Allemagne. Sur la France, l'effet est ambigu : la dépréciation réelle et nominale du franc stimule la croissance et l'inflation, mais la réduction de la demande allemande exerce au contraire l'effet inverse (dans la version Mundell-Fleming du modèle seul l'effet change subsiste et l'impact est toujours expansionniste et inflationniste en France). Examinons maintenant les courbes correspondant à une inflation nulle dans chacun des pays. Pour la France, la courbe en question est une droite passant par l'origine et située entre la première et la seconde bissectrice. Le long de cette seconde bissectrice, la hausse du taux allemand combinée à la baisse du taux français engendre un impact expansionniste et inflationniste en France (relance et dévaluation du franc), dépressif et désinflationniste en Allemagne. La droite qui correspond à un impact inflationniste nul en France ($p = 0$ dans la figure 2) est donc située entre les deux bissectrices. Si, lors d'une

hausse du taux d'intérêt allemand, l'effet inflationniste de la dépréciation du franc l'emporte sur l'effet désinflationniste de la réduction de la demande allemande, la courbe ($p = 0$) aura une pente positive et supérieure à l'unité. Il faut en effet dans cette hypothèse que la France augmente son taux d'intérêt pour compenser l'impact inflationniste de la dépréciation du franc (notons que cette pente est toujours positive dans la version Mundell-Fleming du modèle). La droite qui correspond à un impact inflationniste nul en Allemagne ($p_a = 0$) est évidemment symétrique de la précédente par rapport à la première bissectrice.

Examinons maintenant l'effet d'une expansion budgétaire en Allemagne. Dans le cas général, toutes les courbes précédentes vont se déplacer en restant parallèles à leur situation initiale (les politiques budgétaires ne modifient que les ordonnées à l'origine des courbes). Quel que soit le modèle retenu, nous obtiendrons toujours une disposition relative des courbes conforme à la figure 3. Dans le modèle à anticipations rationnelles et mobilité parfaite des capitaux (cas de figure), le taux de change nominal ne dépend que de la différence des taux d'intérêt. La droite qui correspond à la stabilité du taux de change nominal ($e = 0$)

3. Expansion budgétaire et politique anti-inflationniste en Allemagne



reste donc la première bissectrice. La droite qui correspond à la stabilité du taux de change réel ($x = 0$) est en revanche située maintenant au dessous de cette première bissectrice. En effet, lorsque le change nominal est constant, l'expansion budgétaire en Allemagne a un impact plus expansionniste et donc plus inflationniste en Allemagne qu'en France. Sans changement dans les taux d'intérêt des deux pays (point O), il en résulte une appréciation réelle du mark due à l'inflation allemande.

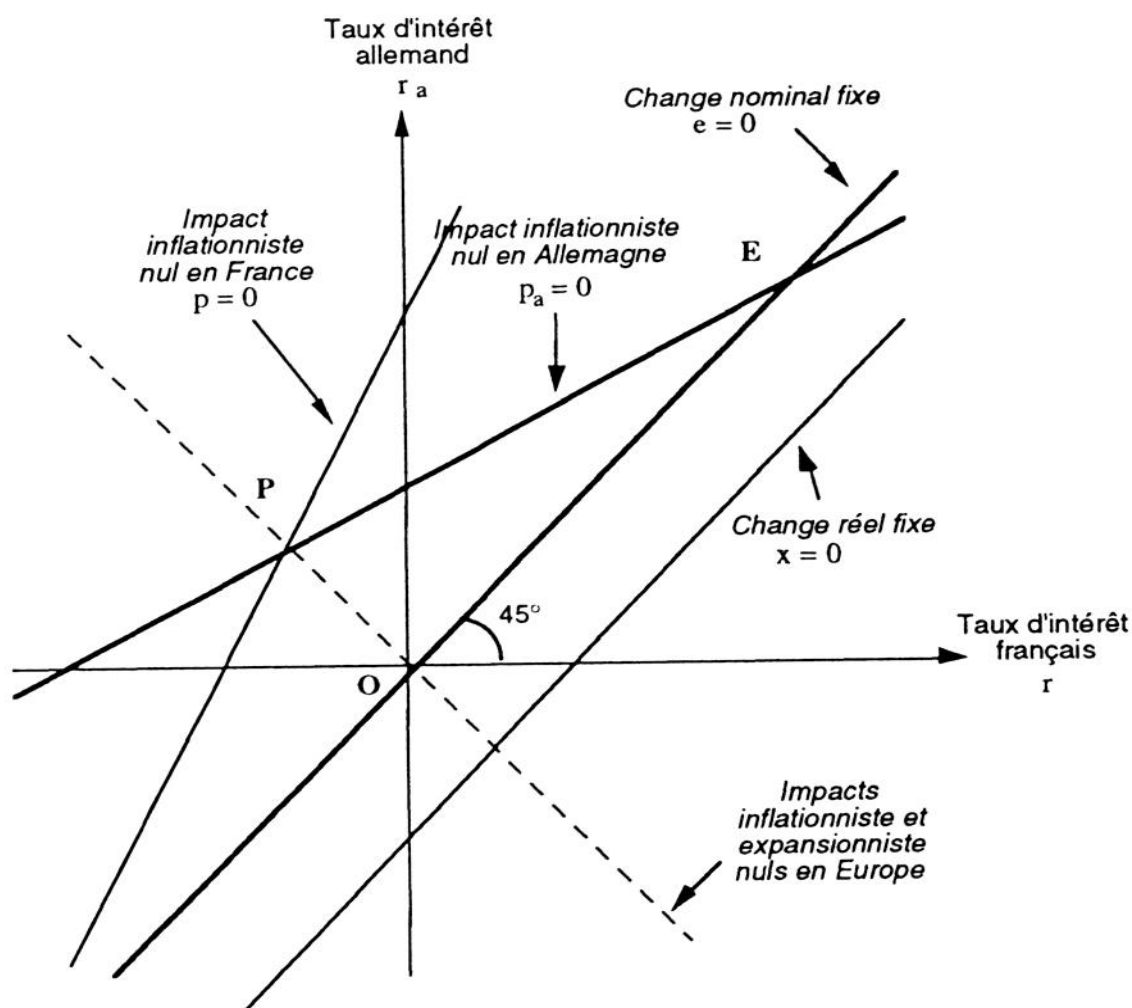
Pour annuler l'inflation résultant de sa politique budgétaire, l'Allemagne doit augmenter son taux d'intérêt. Sans réaction des autorités monétaires françaises, on se retrouve au point B. En ce point, l'impact inflationniste est nul en Allemagne, mais il reste un effet expansionniste sur l'économie allemande, car l'inflation est annulée en partie par l'appréciation nominale du mark. L'impact est, d'autre part, expansionniste et inflationniste en France, puisque la France bénéficie simultanément de la relance allemande (amoindrie toutefois par la politique monétaire) et de la dépréciation du franc. Si la France veut maintenir la parité du franc, il faut qu'elle augmente son taux d'intérêt. Cette hausse du taux d'intérêt français réduisant la désinflation importée par l'Allemagne, oblige celle-ci à augmenter plus fortement son taux d'intérêt. On se déplace le long des courbes ($p_a = 0$) et ($e = 0$) jusqu'au point E⁽³⁾. En ce point, l'Allemagne ne bénéficie plus de la désinflation importée due à l'appréciation nominale du mark, mais l'appréciation réelle du mark subsiste. L'Allemagne continue donc à importer une désinflation qui résulte, cette fois, de la déflation de ses partenaires. Pour annuler l'inflation allemande tout en conservant la parité nominale franc-mark, la hausse du taux d'intérêt doit être telle qu'elle entraîne en effet une baisse de la production et des prix en France.

Choc expansionniste en Allemagne, dépressif en France

Les politiques deviennent encore plus caricaturales lorsque les deux pays sont soumis à des chocs de demande opposés : expansionniste en Allemagne, récessif en France, ce qui fut partiellement le cas au cours des trois dernières années, du fait des décalages conjoncturels entre les deux économies. Les situations française et allemande sont alors exactement symétriques par rapport à la seconde bissectrice (figure 4) : à politiques monétaires inchangées (point O), il en résulte une baisse de la production et des prix en France, une hausse de la production et des prix en Allemagne.

(3) On peut vérifier graphiquement que le processus (hausse du taux allemand pour éliminer l'inflation et hausse du taux français pour stabiliser la parité) converge en marche d'escalier vers le point E.

4. Chocs expansionniste en Allemagne et récessif en France



Si les deux Banques centrales ont un objectif de stabilité des prix nationaux, la France doit baisser son taux d'intérêt pour relancer l'économie, l'Allemagne l'augmenter. On se retrouve au point P sur la seconde bissectrice : le franc se déprécie par rapport au mark ce qui réduit l'inflation allemande et évite la déflation en France (il subsiste toutefois un effet expansionniste en Allemagne et récessif en France). Face à un choc asymétrique, il n'est donc pas possible de maintenir la parité franc-mark tout en conservant des objectifs internes de prix. Si la France essaie de maintenir la parité franc-mark lorsque la Bundesbank maintient son objectif de stabilité des prix, on se retrouve au point E où la France mène une politique exactement opposée à celle qui serait optimale : hausse du taux d'intérêt qui accentue la récession et la déflation.

On remarquera enfin que la politique budgétaire reste pertinente, dans ce modèle, pour réduire l'effet dépressif de la politique monétaire restrictive : la plupart des partenaires de l'Allemagne au sein du SME laissèrent d'ailleurs jouer les stabilisateurs automatiques au cours de la récession.

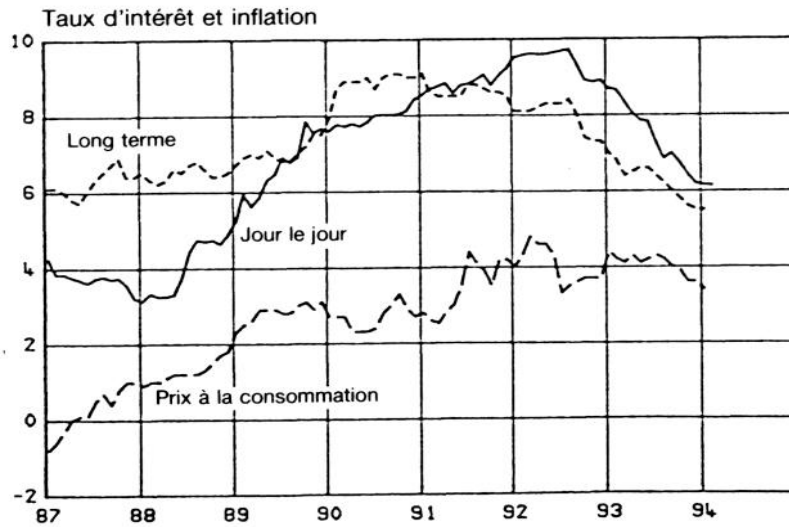
Le décalage temporel entre l'expansion budgétaire allemande et la politique monétaire restrictive de la Bundesbank a en outre accentué la récession de 1992-1993. En 1991, les effets de l'expansion budgétaire l'emportaient, en Allemagne comme chez ses partenaires, sur la contraction monétaire. Le caractère restrictif de la politique monétaire a au contraire atteint son apogée à la mi-1992, au moment où l'impact de la politique budgétaire s'inversait. Seul subsistait alors l'effet restrictif de la politique monétaire, accentué par les crises spéculatives, dans les pays du SME qui s'opposèrent aux dévaluations.

Taux d'intérêt, crédibilité, taux de change

Pour qu'un pays puisse baisser ses taux d'intérêt relativement au taux allemand, il faut, comme nous l'avons vu, que la dépréciation initiale du change qui en résulte soit telle que les marchés anticipent une appréciation ultérieure de la monnaie (phénomène du sur-ajustement). Le risque d'une perte de crédibilité a souvent été évoqué pour rejeter une telle stratégie. Or, les crises monétaires ont montré que la crédibilité d'une politique aussi contradictoire avec la situation conjoncturelle n'était guère plus solide.

La prime de risque qui s'était progressivement réduite en France dans la seconde moitié des années quatre-vingt avec le succès de la désinflation a été fortement affectée, du moins à court terme, par les crises monétaires. La France dut non seulement supporter une inversion de la courbe des taux plus forte qu'en Allemagne, mais aussi, du fait d'un différentiel d'inflation favorable qui ne pouvait s'inscrire ni dans les taux courts ni dans les taux longs, de taux d'intérêt réels très largement supérieurs (figure 5). Au plus fort de la récession, les taux d'intérêt réels à court terme oscillaient entre 8 et 10 % en France alors qu'ils étaient inférieurs à 6 % en Allemagne. Par rapport au modèle précédent qui excluait les effets de crédibilité, la conséquence a été un choc de taux d'intérêt et un impact dépressif encore plus élevé. L'argument fréquemment avancé en France pour justifier la politique suivie est que la politique alternative de baisse des taux à court terme et de dépréciation du franc aurait entraîné une perte de crédibilité pouvant conduire à des taux d'intérêt à long terme plus élevés. Nous y reviendrons plus loin en examinant le cas du Royaume-Uni.

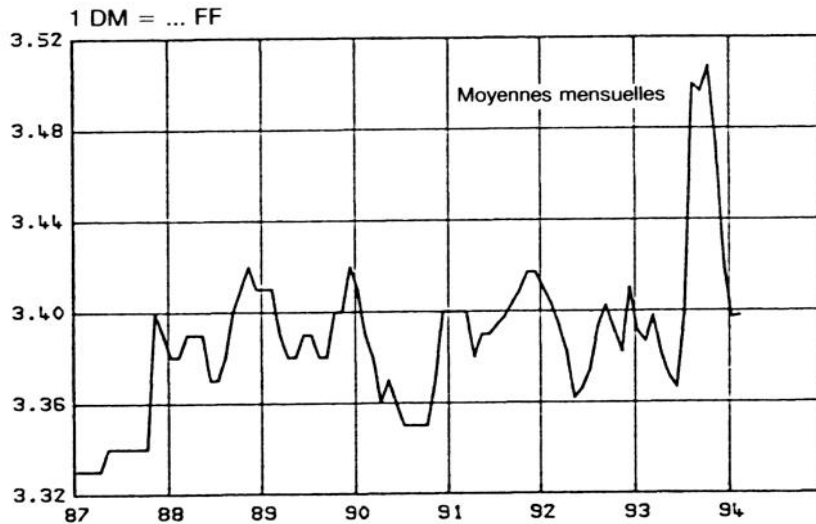
La divergence dans l'évolution des demandes intérieures en France et en Allemagne a-t-elle réalisé l'appréciation réelle du mark malgré la quasi fixité du change ? La fermeté de la politique monétaire française à la suite de l'élargissement des marges de fluctuations de l'été 1993 a ramené en début d'année 1994, le taux de change nominal à sa valeur antérieure (3,40), soit au même niveau qu'en 1991 (figure 5 b). La comparaison des taux d'inflation présentés dans les figures 5 a et c montre que le glissement annuel des prix à la consommation est passé en France de 3 % en 1991 à 2 % depuis la récession, alors qu'il se maintenait au voisinage de 4 % en Allemagne. Le mark s'est donc



5. Taux d'intérêt,
inflation et taux de
change

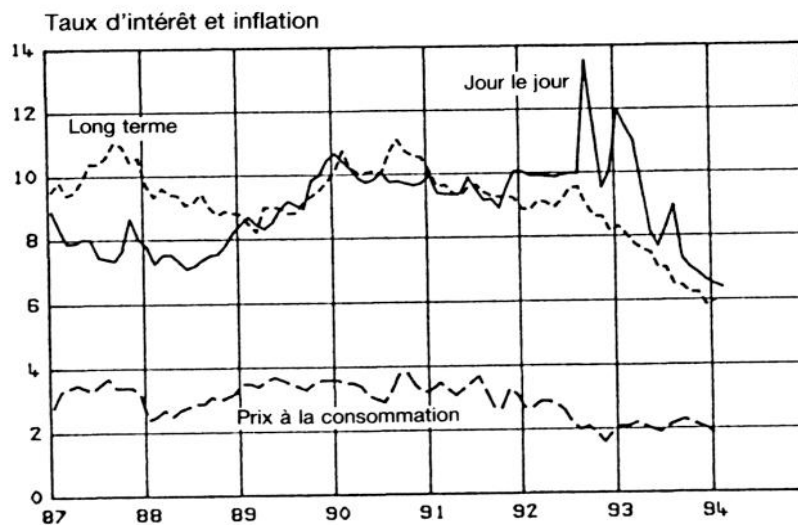
a. Allemagne

Source : OFCE, Département des Diagnostics.



b. Taux de change

Source : Marché officiel des changes à Paris.



c. France

Source : OFCE, Département des Diagnostics.

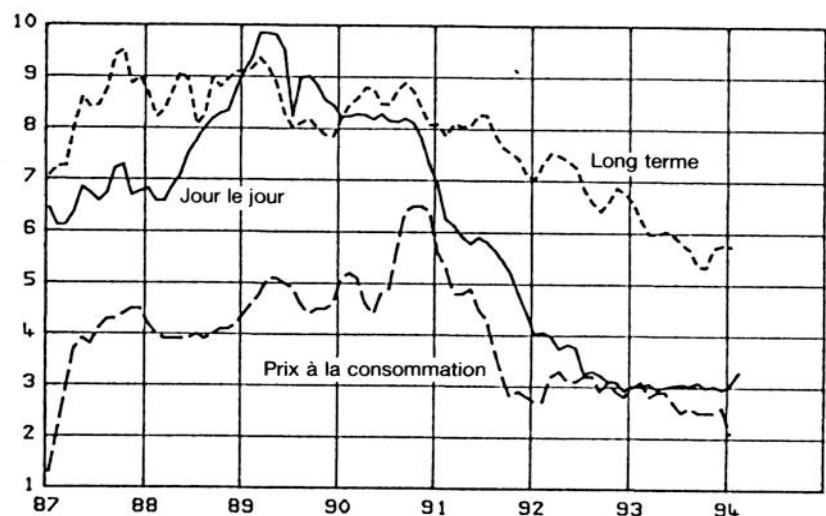
apprécié à peu près de 5 % en termes réels par rapport au franc depuis 1991. La récession française a donc bien permis de réaliser l'appréciation réelle qu'impliquait le *policy-mix* allemand, mais au prix d'une hausse du chômage.

Un regard sur les autres politiques

Grands pays et grandes politiques : les Etats-Unis

La capacité de la politique économique américaine à s'adapter rapidement à la situation conjoncturelle tranche avec la rigidité des politiques européennes. En pratiquant une relance budgétaire massive en 1983-1984, les Etats-Unis sont sortis rapidement de la récession et ont retrouvé le plein emploi en moins de deux années. Confrontée en 1990 à une récession accompagnée d'une forte fragilisation du système bancaire et d'une quasi faillite des Caisses d'épargne, la Réserve fédérale a appliqué une politique monétaire audacieuse, abaissant massivement ses taux d'intérêt à court terme pour les ramener dès le milieu de l'année 1992 au niveau du taux d'inflation (3 %) et les maintenant à ce niveau tant que la reprise économique restait modérée (figure 6). La conséquence fut un rétablissement spectaculaire de la rentabilité des banques et du système financier et une reprise non inflationniste ⁽⁴⁾ stimulée par l'investissement des entreprises, permettant à terme de réduire le déficit hérité des années Reagan.

6. Taux d'intérêt et taux d'inflation aux Etats-Unis

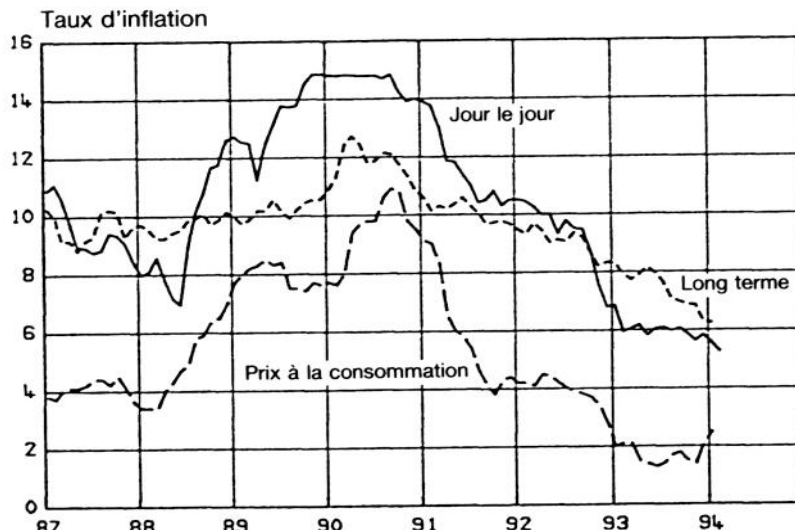


Source : OFCE, Département des Diagnostics.

(4) Voir Bailey (1994) et Ricarte (1994).

Crédibilité et risque inflationniste : le Royaume-Uni

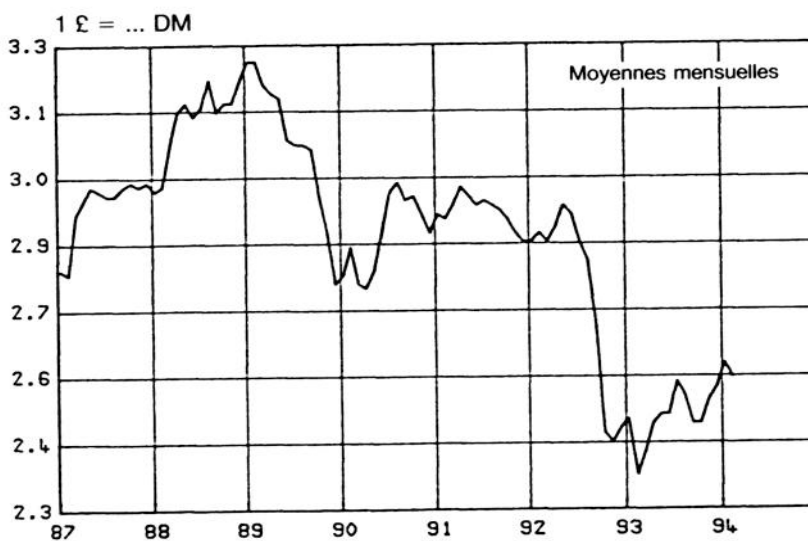
Le cas du Royaume-Uni est une illustration plus convaincante des risques et des avantages que pouvait comporter une politique alternative pour d'autres pays européens. Evincé du SME par la spéculation à l'automne 1992, le Royaume-Uni appliqua une politique monétaire à mi-chemin de la politique américaine : baissant rapidement le taux d'intérêt à court terme jusqu'à 6 % puis le maintenant à ce niveau dans l'attente d'une baisse des taux de ses partenaires (figure 7 a). La livre décrocha fortement à l'automne 1992 vis-à-vis du mark (près de 20 %) puis s'apprécia progressivement ensuite, illustrant le phénomène de sur-ajustement (figure 7 b). La forte dépréciation initiale n'engendra pas d'accélération de l'inflation ⁽⁵⁾ ; le Royaume-Uni, alors en forte récession, ne connut



Source : OFCE, Département des Diagnostics.

7. Taux d'intérêt, inflation et change au Royaume-Uni

a. Taux d'intérêt



Source : Marché officiel des changes à Paris.

b. Taux de change

(5) L'indice des prix de détail présenté dans le graphique, incorpore toutefois les charges d'intérêt de sorte que la baisse des taux réduit mécaniquement l'inflation.

même pas la répercussion mécanique de la dévaluation sur les prix de la consommation (compte tenu de l'ampleur de la dépréciation, celle-ci aurait dû être de l'ordre de trois à quatre points en cours d'année 1993). Le faible taux d'inflation confortant la crédibilité de la politique monétaire, la baisse des taux courts s'accompagna d'une baisse des taux longs confortant la reprise économique. Bref, alors que la stratégie anglaise de baisse isolée des taux succédant à de nombreux changements d'orientation de la politique monétaire semblait *a priori* comporter tous les risques de perte de crédibilité si souvent évoqués en France, elle permit surtout au Royaume-Uni de sortir d'une récession où l'avaient en partie plongé une politique monétaire antérieure excessivement restrictive (la courbe des taux est restée inversée de la mi-1988 à la mi-1992), et une parité surévaluée au sein du SME.

Dans un autre registre, l'Italie sut tirer parti de son éviction du SME, pour pratiquer une politique budgétaire restrictive longtemps différée, dont l'ampleur n'aurait sans doute jamais pu être supportée par l'économie italienne si elle n'avait pas été compensée par des gains massifs de compétitivité ⁽⁶⁾. Faute de pouvoir utiliser la politique monétaire, la France, comme d'autres pays européens, laissa se creuser les déficits publics pour atténuer l'ampleur de la récession. Mais dans un contexte de taux d'intérêt réels élevés, la politique budgétaire ne peut guère soutenir l'activité au-delà des stabilisateurs automatiques. Le déficit public qui était en moyenne de 4,0 % du PIB dans la Communauté en 1990 atteint 6,6 % en 1993. Cette dégradation résulte essentiellement de l'augmentation des charges d'intérêt et du ralentissement conjoncturel. Le tableau 2 montre que ces deux facteurs ont contribué respectivement pour 0,9 et 2,8 % à l'augmentation du déficit moyen de la Communauté. Face à cette dégradation, les gouvernements n'ont pas complètement laissé jouer les stabilisateurs automatiques en compensant partiellement le creusement conjoncturel par des mesures de consolidation (la variation délibérée est positive et égale à 1,1 % du PIB).

2. Variation du solde budgétaire dans la Communauté européenne de 1990 à 1993

	1990	1993	Variation
Solde budgétaire	- 4,0 %	- 6,6 %	- 2,6 %
Effet de la conjoncture			- 2,8 %
Impact des charges d'intérêt			- 0,9 %
Variation délibérée			+ 1,1 %

Source : OCDE.

(6) Voir H. Harasty et J. Le Cacheux (1994).

Conclusion

La récession de 1992-1993 témoigne de ce que l'Europe souffre fondamentalement de son incapacité à mettre en place des politiques coordonnées et cohérentes face aux aléas conjoncturels. La politique d'ancrage au mark avait un sens lorsque l'Allemagne était un pays à faible inflation et à bas taux d'intérêt. Elle permettait alors aux partenaires de l'Allemagne d'importer simultanément la désinflation et la baisse des taux d'intérêt. L'apparente coordination que témoignait l'ère des « désinflations compétitives ⁽⁷⁾ » et sa cohérence avec l'objectif à plus long terme de convergence vers l'Union monétaire qui en était le prolongement naturel, était dû en grande partie à une coïncidence d'intérêts nationaux que les contraintes de la réunification allemande ont fait éclater. Pour résoudre le choc, il fallait une solidarité et une clairvoyance bien supérieure à celle que démontrèrent les pays de la Communauté.

La première erreur fut de considérer que le choc de la réunification était un choc sur l'Allemagne alors que c'était un choc sur l'Europe. L'entrée brutale d'un treizième pays dans la Communauté aurait pu être en partie résolue par un financement communautaire dont on voit bien aujourd'hui que tous auraient tiré avantage. Mais ni l'Allemagne, ni ses partenaires n'étaient préparés à une telle stratégie qui était de surcroît cohérente avec un système de changes fixes. En choisissant la solution nationale et le financement par l'emprunt tout en refusant les conséquences inflationnistes de sa politique budgétaire, l'Allemagne faisait peser une contrainte insupportable à un système de change où tout contrôle des capitaux avait été aboli. Une réévaluation nominale du mark, ou encore un flottement temporaire n'auraient fait que tirer les conséquences d'une politique d'indépendance nationale qui n'était guère compatible avec le SME. Il n'est pas sur, au surplus, que la construction européenne eût été retardée. La succession des crises monétaires et les récessions ont sans doute plus affecté celle-ci qu'un réalignement négocié.

Pour avoir réagi aux événements avec une ou deux années de retard, la France, la Belgique et d'autres pays d'Europe continentale ont souffert d'une récession qui n'avait pas véritablement de fondements internes. Faut-il pour autant abandonner aujourd'hui la politique qu'il eût fallu suivre alors : une baisse rapide et forte des taux d'intérêt en rapport avec les taux d'inflation nationaux ? Elle peut sembler moins indispensable depuis que la récession allemande et l'élargissement des marges de fluctuations ont permis une désescalade des taux courts. Mais, tant que la reprise n'est pas assurée, l'objectif suggéré par J Drèze et E Malinvaud de taux d'intérêt à court terme proche de zéro en termes réels reste d'actualité. L'Europe a besoin d'une croissance suffisamment forte pour, à la fois, inverser la courbe du chômage et résorber à terme les déficits publics mis à mal par la récession.

(7) La terminologie révèle d'ailleurs le caractère *a priori* peu coopératif des stratégies en question.

ANNEXE

Note sur la résolution du modèle

Anticipations de change exogènes

Dans l'hypothèse où $e^* = 0$, on retrouve le modèle à deux pays de type Mundell-Fleming où l'expression des PIB en fonction des instruments résulte de la combinaison des courbes IS et B :

$$(IS') \quad q = g - (\sigma + \gamma) r + \gamma r_a \qquad q_a = g_a + (\sigma + \gamma) r_a + \gamma r$$

On en déduit le taux de change réel x :

$$(X') \quad \varepsilon x = \mu (g_a - g) + [\mu (\sigma + 2\gamma) + \gamma] (r - r_a)$$

La courbe d'offre s'écrit :

$$(P') \quad (1 - \rho) p = -\rho x + vq \qquad (1 - \rho) p_a = \rho x + vq_a$$

avec : $x = e + p - p_a$.

En poursuivant la résolution, on peut exprimer les grandeurs nominales (p , e , p_a) en fonction des variables de contrôle de la politique économique. Dans un diagramme (r , r_a), les politiques budgétaires donnent les ordonnées à l'origine des différentes courbes ($e = 0$, $p = 0 \dots$) qui passent toutes par l'origine lorsque $g = g_a = 0$ (figure 2). Les trois relations précédentes permettent de vérifier que l'on a (avec les symétries évidentes autour de la première bissectrice) :

pente $q >$ pente $p > 1$ (pentes de x et e) $>$ pente $p_a >$ pente $q_a > 0$.

Anticipations rationnelles et capitaux parfaitement substituables

Le taux de change nominal est : $e = r - r_a$.

Le volume du PIB est une fonction croissante de g_a et g , décroissante de r . Le sens de variation du PIB en fonction de r_a est en revanche indéterminé. La relation est de la forme :

$$2q = (1 + \alpha) g + (1 - \alpha) g_a - (\beta + \sigma) r + (\beta - \sigma) r_a$$

avec : $0 < \alpha < 1$; $\beta > 0$; $\sigma > 0$.

En résolvant les courbes d'offre (P), on obtient les prix en fonction des PIB et du change nominal :

$$(P'') \quad (1 - \rho^2) p = -\rho (1 - \rho) e + v (q + \rho q_a).$$

Comme pour le volume du PIB, le prix est une fonction croissante de g_a et g , décroissante de r , tandis que le sens de variation en fonction de r_a est indéterminé.

Lorsque l'effet change d'une politique monétaire l'emporte sur l'effet demande (c'est-à-dire lorsque $\beta > \sigma$), les pentes des courbes sont toutes positives et on retrouve la même condition relative aux pentes que précédemment. Dans tous les cas, les pentes de $p = 0$ et $q = 0$ sont supérieures à l'unité en valeur absolue et respectivement égales aux inverses de $p_a = 0$ et $q_a = 0$.

Puisque la pente de $p_a = 0$ est inférieure à 1 en valeur absolue, on en déduit que le processus où l'Allemagne fixe son taux pour annuler l'inflation ($p_a = 0$) et la France fixe le sien pour stabiliser le change ($e = 0$) est stable et converge vers le point d'équilibre E (de façon monotone si, comme dans la figure 3, la pente de $p_a = 0$ est positive, ou avec des oscillations si elle est négative).

Choc expansionniste et politique anti-inflationniste en Allemagne

La résolution suivante s'applique aux deux versions du modèle.

Lorsque $g_a > 0$ et $p_a = 0$, les différentes configurations d'équilibre étudiées (B et E dans la figure 3) se situent toutes dans la zone où le mark s'apprécie en terme réel ($x < 0$). De la relation (P') appliquée à l'Allemagne :

$$(P') \quad (1 - \rho) p_a = \rho x + v q_a$$

on déduit que l'effet global est toujours expansionniste en Allemagne :

$$x < 0 \text{ et } p_a = 0 \Rightarrow q_a > 0$$

(du fait de l'appréciation réelle de sa monnaie, l'Allemagne n'a pas besoin d'annuler l'impact expansionniste de sa politique budgétaire pour annuler l'inflation).

Lorsque la France ne modifie pas son taux d'intérêt (point B), l'effet est expansionniste en France du fait de la hausse du PIB allemand ($q_a > 0$) et de la dépréciation nominale et réelle ($x < 0$) du franc. Avec g et r constants, on a en effet :

$$q = bc = \mu q_a - \varepsilon x > 0.$$

Lorsque la France augmente son taux d'intérêt pour maintenir constante la parité franc-mark (point E), l'effet est déflationniste. Les courbes d'offre (P) des deux pays s'écrivent en effet avec $e = 0$ et $p_a = 0$:

$$p = v q ; 0 = \rho p + v q_a$$

On en déduit :

$$q_a > 0 \Rightarrow p < 0 \text{ et } q < 0$$

Références bibliographiques

- BAILEY Wilse (1994) : « Existe-t-il un risque inflationniste aux Etats-Unis ? », *Lettre de Conjoncture de la BNP*, février.
- BLANCHARD Olivier et Pierre-Alain MUET (1993) : « Dix ans de désinflation compétitive », *Le Figaro*, 26 mars.
- DIRECTION DE LA PRÉVISION (1994) : *Note de conjoncture internationale*, mars.
- DRÈZE Jacques, Edmond MALINVAUD et alii (1994) : « Croissance et emploi : l'ambition d'une initiative européenne », *Revue de l'OFCE*, n° 49, avril.
- FITOUSSI Jean-Paul et Pierre-Alain MUET (1993) : « Les enjeux de l'Europe », *Revue de l'OFCE*, n° 43, janvier.
- GROUPE INTERNATIONAL DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE DE L'OFCE (1992) : *La désinflation compétitive, le mark et les politiques budgétaires en Europe : 1^{er} rapport*, Le Seuil, mars.
- HARASTY Hélène et Jacques LE CACHEUX (1994) : « L'Italie : rigueur sans récession », *Revue de l'OFCE*, n° 48, janvier.
- MUET Pierre-Alain (1992) : « Changer de cap », *Le Figaro*, 18 décembre.
- MUET Pierre-Alain (1993) : « Une récession après d'autres », *Le Monde des Débats*, octobre.
- RICARTE Philippe (1994) : « Le redressement des banques américaines », *Lettre de Conjoncture de la BNP*, février.