

N° 59 - Mercredi 30 novembre 1988

## EUROPE 1989 : QUI A PEUR DE L'INFLATION ?

La rentrée 1988 aura été l'occasion de grandes satisfactions pour bon nombre d'activités à l'exception notable de celle de prévisionniste. Le sentiment récent d'euphorie est d'autant plus grand que l'on pense avoir échappé à un cataclysme. Le danger passé, il n'y a que les experts chagrins pour persister à s'inquiéter.

### A patrons heureux, économistes soucieux

Ces réactions psychologiques, explicables, n'en sont pas moins insuffisantes pour fonder une prévision. La voie reste étroite, qui peut mener à une croissance équilibrée. C'est en raison même de cette étroitesse qu'il y a doute sur l'allure que peut adopter le convoi, Japon, Etats-Unis, Europe. Un seul décide-t-il de freiner que l'ensemble semble devoir inéluctablement ralentir.

En ce qui concerne l'Europe le ralentissement est inscrit dans toutes les prévisions, qu'elles émanent des instituts nationaux de conjoncture, ou des organismes internationaux. Ceci ne peut que susciter un grand scepticisme. Les affaires vont bien, la croissance revêt un caractère auto-entretenu qui valide pour chaque firme le théorème de Schmidt (les profits font l'investissement puis l'emploi) et qui vérifie tout aussi bien le principe macroéconomique d'accélération (une demande plus soutenue nécessite un taux d'investissement plus élevé qui à son tour conforte la demande).

Malgré les apparences de consensus il n'y a pas unanimité parmi les économistes. Ceux proches des chefs d'entreprise sont plus sensibles à la vigueur de l'économie réelle et donc portés à plus d'optimisme. Pour certains d'entre eux 1989 n'est autre que 1988 bis. Par contre ceux qui attachent une grande importance aux décisions publiques pronostiquent un conflit entre élans individuels et prudence collective. Pour les plus extrémistes 1989 pourrait bien être 1987 bis.

### 1. Activité et prix en Europe

Taux de croissance	PNB			Prix consommation		
	1987	1988	1989	1987	1988	1989
Europe du Sud	3,6	4,0	3,3	5,8	5,6	5,0
RFA, Autriche, Benelux	1,7	3,1	2,1	0,5	1,3	2,3
Europe du Nord, Suisse, Royaume-Uni	3,6	3,3	2,3	3,6	4,4	4,8
Europe hors France	2,8	3,4	2,5	3	3,5	3,9
France	2,3	3,5	2,6	3,1	2,8	2,9

Source : AIECE ; Instituts européens de conjoncture

### Pour calmer les prix doit-on freiner la demande ou stimuler l'offre ?

Le débat tourne autour d'un thème majeur : l'inflation mondiale, bridée avec tant de mal au cours des huit années écoulées, n'attend-elle qu'une pichenette pour s'emballer ? Les thuriféraires de l'économie réelle font l'impasse sur ce problème, ou bien considèrent, en soulignant la baisse du prix du pétrole, qu'il n'est pas d'actualité. Dans ces conditions les réactions publiques à l'encontre de l'inflation ne sauraient être que de peu de portée l'an prochain face à la vigueur de l'expansion. Les observateurs de la vigilance publique pensent au contraire que les tensions inflationnistes sont déjà ravivées, comme l'ont montré les hausses de cours de matières premières, et qu'elles participent nocivement à la reprise actuelle en y adjoignant un élément spéculatif pervers. Selon ces derniers, les autorités, instruites par l'expérience passée, ne peuvent tolérer un quelconque débordement de demande qui aille au delà des capacités prévisibles de réponse de l'offre et ne manqueront pas en pareil cas de réagir brutalement en tarissant les ressources accessibles au secteur privé.

Le thème dominant de l'inflation se décline en variations nationales sur les déséquilibres des balances des paiements courants entre pays européens. Toute la gamme est parcourue. Il y a le pays très déficitaire (Royaume-Uni) qui copie l'exemple américain des premières années quatre-vingt (relance budgétaire par réduction d'impôts et restriction monétaire), ce qui contient l'inflation et attire les capitaux étrangers. Il y a les pays à déficit léger (France et Italie) qui résistent à la tentation d'ajuster en baisse leur taux de change pour ne pas importer la hausse des prix. Il y a enfin le pays gros excédentaire (RFA) qui pour la même raison tente d'enrayer des sorties de capitaux jugées excessives.

Là aussi deux lectures sont possibles. Pour les optimistes l'inflation est sous contrôle, même en Grande-Bretagne (l'accélération apparente des prix est en partie liée à la remontée des taux hypothécaires inclus dans l'indice). L'existence de déficit extérieur révèle avant tout la capacité du pays à attirer les capitaux étrangers désireux de s'investir (l'Espagne et le Portugal rejoignent cette catégorie). Pour les pessimistes, les gouvernements ne peuvent prendre le pari de laisser aller les déficits extérieurs au risque d'être ensuite les otages de flux de capitaux aux caprices imprévisibles et dévastateurs. Qui, en effet, peut être assuré, dans un contexte permanent de déréglementation, qu'une innovation financière ou fiscale ne viendra pas anéantir l'attrait relatif dont peut bénéficier un pays ? La prudence n'est-elle pas de mise quand on sait qu'une seule OPA (celle de Nabisco) risque de lever autant de fonds sur le marché que ce que nécessite le besoin de financement annuel du Royaume-Uni !

## 2. Demande intérieure en Europe

Taux de croissance en %	Consommation			Investissement productif		
	1987	1988	1989	1987	1988	1989
Europe du Sud	4,5	4,1	3,11	4,11	2,1	7,6
RFA, Autriche, Benelux	3,2	2,8	2,3	4,3	5,6	4,7
Europe du Nord, Suisse, Royaume-Uni	3,8	3,6	2,1	5,7	5,7	5,1
Europe hors France	3,8	3,4	2,5	7,2	7,3	5,5
France	2,3	2,3	2,4	4,2	8,1	5,2

Source : AIECE ; Instituts européens de conjoncture

### Le Sud plus confiant que le Nord...

Pour la croissance, l'Europe du Sud confirme son dynamisme. Depuis deux ans le produit national brut progresse d'environ 5 % l'an en Espagne, de plus de 4 % au Portugal et d'environ 3,5 % en Italie. La Grèce elle-même repart en 1988 après deux ans de stagnation. Dans les autres zones seul le Royaume-Uni affiche des résultats comparables. Viennent ensuite l'Autriche, la RFA et la France avec des performances égales à la moyenne européenne en 1988, alors qu'elles étaient en retrait en 1987. A l'inverse la Suisse, et surtout les pays scandinaves, hormis la Finlande, se comportent médiocrement par manque de compétitivité.

Les hausses de prix à la consommation se sont en effet accélérées dans les pays nordiques sous la pression de revalorisations salariales importantes et s'étagent entre 5 et 6,5 % cette année. Les prévisions pour 1989 suggèrent que l'inflation sera très comparable en Europe du Nord et en Europe du Sud. C'est rappeler opportunément que l'inflation peut être aussi efficacement combattue par élargissement de l'offre que par contrainte de la demande, pour peu qu'on en ait les moyens. Sans doute faut-il faire la part dans les prévisions nationales de l'exagération des dangers chez les plus prudents et de la sous-estimation des difficultés chez les néophytes de la désinflation. Il n'empêche que les cadres habituels de pensée sont quelque peu malmenés lorsque l'Espagne escompte 3 % de hausse de prix l'an prochain, tandis que la Suisse et la RFA annoncent 2,8 et 2,6 % respectivement.

### ...rattrape son retard d'équipement

En 1988 la consommation a cessé d'être l'élément moteur de l'activité européenne. Elle augmente souvent au même rythme que la production, parfois moins lorsque des mesures d'austérité restent appliquées (Grèce, Danemark, Norvège). La seule exception est le Royaume-Uni où le pouvoir d'achat des salaires excède les gains de productivité et se trouve renforcé par les dégrèvements fiscaux. 1989 diffère peu de 1988 avec un panorama encore plus homogène. En particulier le Royaume-Uni rentre dans le rang. Mesurée à l'aune des parités de pouvoir d'achat, la consommation individuelle britannique aura effectué une avancée spectaculaire puisqu'elle égale à présent la consommation allemande. A l'inverse la consommation française a perdu en trois ans son avance et semble maintenant rattrapée par l'italienne.

L'investissement en équipements productifs conserve sa réputation de variable sensible. Chaque enquête réalisée auprès des industriels depuis l'été 1987 a conduit à réviser fortement en hausse les estimations de volume pour 1988. Par rapport à ce qui était prévu au printemps 1987 le taux de croissance de l'investissement aura finalement doublé à la fois l'an dernier et cette année. Les révisions les plus spectaculaires concernent l'Europe du Sud, avec en tête le Portugal (le volume des dépenses d'équipement augmente de moitié en deux ans), l'Espagne (+ 40 % en 2 ans), et le Royaume-Uni

(+ 17 %). L'Italie, la Belgique et la Suisse, tous trois autour de 20 % de progression de 1986 à 1988, font aussi preuve d'un effort soutenu. La performance française de cette année est donc loin d'être isolée.

Surtout ces chiffres annuels n'ont de sens que remis dans une perspective longue. Ainsi en 1983 l'investissement en Europe du Sud, alors touchée par la rigueur, avait baissé de 9 %. Il avait fallu attendre 1986 pour retrouver le taux d'investissement de 1982. A l'opposé les pays scandinaves, s'appuyant sur des dévaluations compétitives, avaient accru leur potentiel productif de 1982 à 1985, puis marqué le pas. Ces deux zones extrêmes de l'Europe se seront avérées d'un dynamisme voisin au cours des six dernières années, supérieur à celui des pays associés au cœur du système monétaire européen.

### L'inflation arbitre entre investir en Europe et placer en Amérique

L'Europe a bénéficié successivement de la reprise américaine en 1983 et 1984, de la surévaluation du dollar en 1984 et 1985, du contre-choc pétrolier et de la dépression des prix des matières premières en 1986. Moyennant quoi elle a dégagé un surplus de paiements courants équivalant à 1,5 % de son PNB en 1986. Depuis, l'Europe consomme ce surplus par tiers chaque année. C'est ainsi que les importations de biens et services augmentent à nouveau en 1988 plus rapidement que les exportations. Cette tendance s'atténuerait beaucoup en 1989, selon les prévisions actuelles, en relation avec le ralentissement pressenti pour la demande intérieure.

Prise dans son ensemble, l'Europe perd actuellement des parts de marché du commerce mondial vis-à-vis essentiellement des Etats-Unis et des nouveaux pays industriels, en raison de la faiblesse du dollar. En 1988 et 1989 seuls l'Espagne et l'Autriche peuvent prétendre améliorer leurs positions. Le fait que la France arrive à stabiliser la sienne peut donc être considéré comme un succès relatif. Tout autour d'elle, en effet, la RFA, le Royaume-Uni, l'Italie, la Suisse et les pays scandinaves régressent.

Là aussi le recul du temps s'impose. De 1981 à 1985 la RFA, puis l'Italie et le Royaume-Uni, avaient renforcé leur place au détriment des Etats-Unis. Les pertes des années récentes ramènent la RFA et l'Italie à leur situation de départ, mais le Royaume-Uni conserve une part de son avance. Par contre la pénétration accrue du marché américain n'a pu enrayer qu'un très court moment la détérioration de la position française, insuffisamment implantée dans le commerce courant.

L'échéancier budgétaire fait que la politique fiscale européenne sera légèrement restrictive en 1989 (de l'ordre de 0,2 % du PNB) après avoir été expansive d'à peu près autant en 1988. Le mouvement de bascule est surtout net en RFA où les relèvements de taux s'insèrent entre les baisses d'impôts d'une manière qui fait craindre à la fois ralentissement de demande et hausse des prix. Ailleurs les resserrements sont moins marqués, voire inexistant, la France se distinguant par un effet de relance net.

Les tendances spontanées font apparaître un écart de demande intérieure positif vis-à-vis des USA, mais bien modeste (entre 0,5 et 1 % de croissance), certainement très insuffisant pour aider à réduire sensiblement le déficit américain. Il faudrait ne plus avoir peur de l'inflation pour encourager cette tendance par une politique monétaire plus expansive.

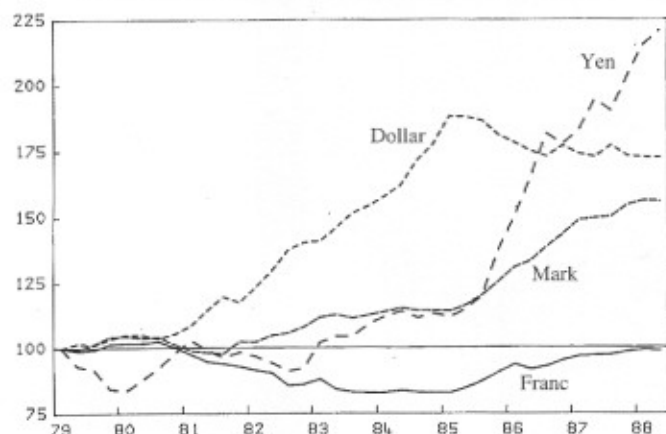
Philippe SIGOGNE

Directeur du département  
des diagnostics de l'OFCE

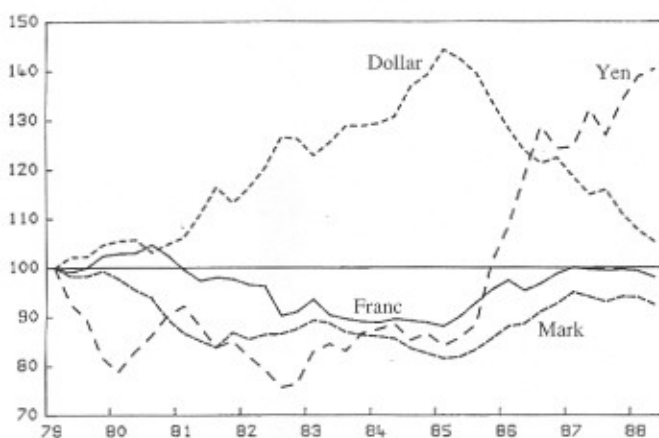
## LES TAUX DE CHANGE EFFECTIFS DES GRANDES DEVISES

L'OFCE se propose de publier régulièrement, dans sa Lettre mensuelle, un ensemble d'indicateurs de taux de change effectifs, nominaux et réels, du franc et des principales devises étrangères. Nous présentons ici brièvement ces indices, ainsi qu'un commentaire sommaire de certaines évolutions passées. La méthode de construction et ses principales implications seront exposées lors de la publication des séries, dans le numéro de janvier 1989 de la Revue de l'OFCE<sup>(1)</sup>.

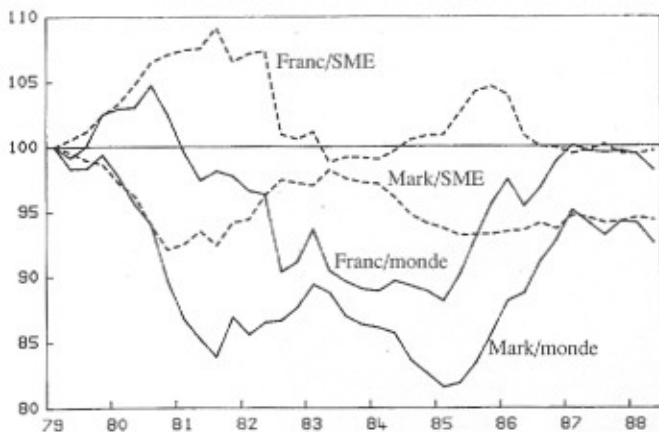
### 1. Taux de change effectifs nominaux globaux



### 2. Taux de change effectifs réels globaux



### 3. Taux de change effectifs réels du franc et du mark globaux (monde) et restreints (SME)



Trimestriel (1979 I-1988 II)

Source : OFCE

Pour évaluer la compétitivité des producteurs d'un pays face à leurs concurrents étrangers, tant sur leur propre marché qu'à l'exportation, les taux de change bilatéraux, même corrigés des évolutions relatives de prix, sont inadéquats en ce qu'ils ne fournissent que des éclairages partiels sur les conditions de cette concurrence, dont les autres aspects — dits « structurels » — sont difficilement quantifiables. La meilleure mesure synthétique de la position concurrentielle d'un pays reste le taux de change effectif qui pondère les taux de change des devises des nations concurrentes par leur importance dans le commerce extérieur du pays considéré.

Les graphiques 1 et 2 présentent les indicateurs de taux de change effectifs nominaux et réels du dollar, du franc, du mark et du yen, depuis le premier trimestre 1979. Le choix de la période initiale est, dans une certaine mesure arbitraire, mais correspond à l'entrée en vigueur du Système monétaire européen (SME). Dès lors, la comparaison des niveaux à une date donnée n'a de sens que si l'on considère que les parités initiales reflètent un quelconque équilibre hypothétique. En revanche, les évolutions relatives sont révélatrices des changements des positions concurrentielles.

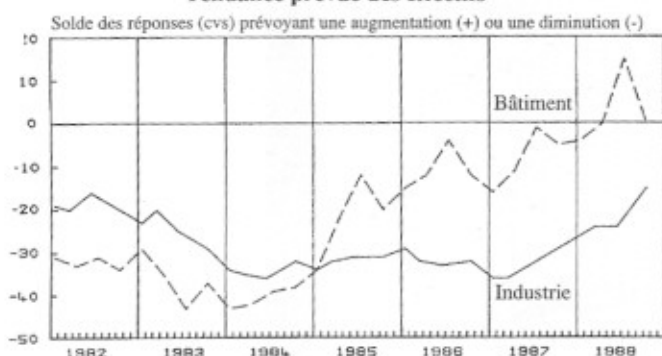
Les taux de change effectifs nominaux (graphique 1) font apparaître une appréciation régulière du mark, et très marquée du yen depuis 1985. La dépréciation nominale du dollar depuis cette date est, quant à elle, assez modérée (10 %), ce qui s'explique par la couverture géographique de nos indicateurs (56 pays, dont beaucoup ont des taux de change liés au dollar). Le taux de change effectif réel du dollar (graphique 2) a un profil sans surprise : on y retrouve la phase d'appréciation réelle marquée (45 % entre 1979-I et 1985-I) mais aussi une dépréciation réelle importante ensuite. Moins connue est l'appréciation réelle spectaculaire du yen depuis les « accords du Plaza » (septembre 1985) : en moins d'un an, le yen s'est en effet apprécié d'environ 40 % en termes réels, et à nouveau de 10 % depuis 1986. Il apparaît ainsi que le yen a supporté une part considérable de l'ajustement international qui s'est opéré depuis 1985.

Face à ces amplitudes, les évolutions réelles des deux devises européennes paraissent bien modestes, même si pour des économies très ouvertes sur l'extérieur des variations de l'ordre de 15 à 20 %, dans un sens, puis dans l'autre, ne peuvent être considérées comme négligeables. Le détail des mouvements en termes réels de ces deux devises apparaît plus clairement sur le graphique 3, qui met en parallèle les indicateurs de change effectifs réels globaux du franc et du mark avec les indices calculés vis-à-vis des seuls pays membres du SME. Les évolutions des indices globaux sont assez comparables. Toutefois, si le franc a retrouvé depuis le début de 1987 une parité réelle proche de celle de 1979, le mark demeure sous-évalué d'environ 7 % en termes réels par rapport au début de la période. Etant donné les poids relatifs de ces deux devises dans le SME, il n'est guère surprenant de constater une grande symétrie des variations des indices restreints. L'évolution constatée en 1986 n'en est que plus frappante : la dépréciation réelle du franc (environ 5 %) observée alors n'a pour contrepartie aucune variation de la valeur réelle du mark dans le SME. Depuis lors, les parités réelles sont stables, ce qui traduit la convergence des rythmes d'inflation. Mais un écart de parités réelles d'environ 5 % en faveur de la RFA demeure par rapport à la situation en vigueur au moment de la création du SME.

(1) Les choix de méthode sont, pour l'essentiel, identiques à ceux qui ont été présentés et discutés lors de la première publication de ces indicateurs dans : Jacques Le Cacheux et François Lecoq : « Changes réels et compétitivité de la France, l'Italie, la RFA et les Etats-Unis », Revue de l'OFCE, n° 20, juillet 1987.

## FRANCE

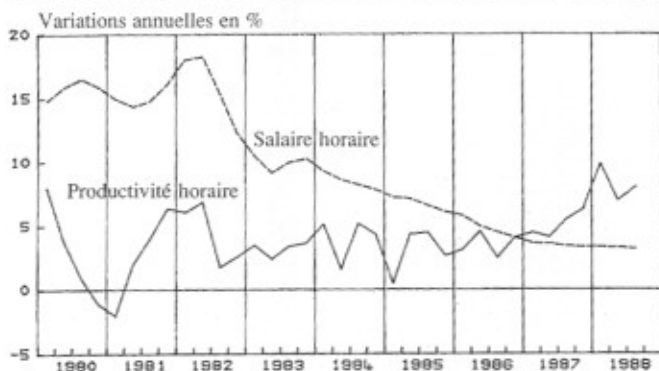
### Tendance prévue des effectifs



Source : INSEE

Depuis le début de l'année, l'industrie a perdu moins d'emplois (- 0,3 % au premier semestre, - 2,5 % en 1987). Ceci corrobore l'optimisme des chefs d'entreprise qui, depuis la mi-1987, jugent de moins en moins nécessaire de réduire leurs effectifs. Cette tendance favorable ne s'était d'abord inscrite que partiellement dans les faits : craignant un retournement de la conjoncture, les industriels avaient préféré recruter des intérimaires. Alors que les perspectives de production continuent de s'améliorer, la consolidation des embauches semble actuellement privilégiée. Les entrepreneurs du bâtiment, bénéficiant d'une demande soutenue de la part des ménages (245 500 logements commencés durant les neuf premiers mois de 1988, + 9,3 %) et des entreprises, prévoient d'acquiescer encore leurs effectifs. Au total plus de 120 000 emplois auront été créés en 1988 en dépit d'un moindre dynamisme du secteur tertiaire.

### Salaires horaires et productivité dans l'industrie manufacturière

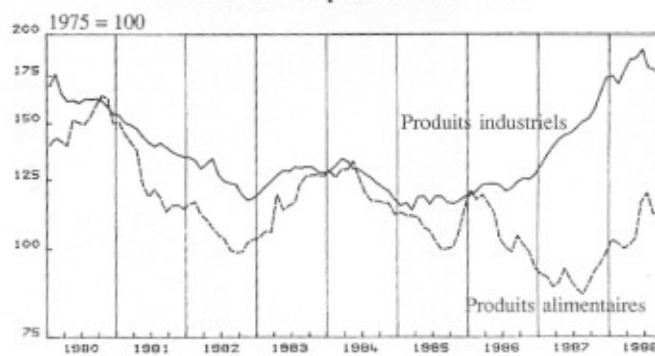


Sources : INSEE, prévisions OFCE

De 1982 à 1986 le ralentissement des hausses de salaires est allé de pair avec des progrès annuels de productivité horaire stabilisés entre 3 % et 4 % dans l'industrie manufacturière. Depuis 1987 ce ralentissement est moins sensible, mais la productivité s'est nettement redressée et progresse plus rapidement que le salaire horaire (7 % au lieu de 3,3 % du troisième trimestre 1987 au deuxième trimestre 1988). Ce redressement a été obtenu alors que la baisse des effectifs s'atténuait. Il est donc essentiellement imputable à la reprise de la production. Cette tendance se prolongerait au troisième trimestre. L'augmentation sensible de la production (2,3 %) et la réduction des effectifs permettraient que la productivité horaire s'élève à nouveau (de l'ordre de 2,5 %).

## ÉTRANGER

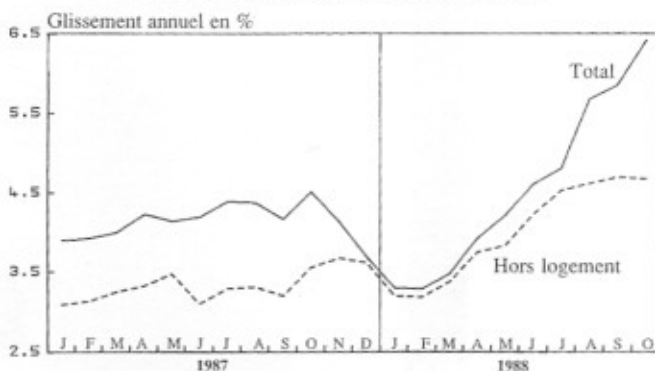
### Cours des matières premières en dollars



Source : HWWA

La hausse de l'indice des prix des matières premières exprimé en dollars, qui s'était amorcée à la mi-1986 pour les produits industriels et un an plus tard pour les produits alimentaires, s'est interrompue au troisième trimestre 1987. L'indice des prix hors énergie calculé par l'Institut de Hambourg (HWWA) a diminué de 1,3 % par rapport au deuxième trimestre 1988. Pour les produits industriels la baisse atteint 4,2 % et l'indice retrouve en septembre son niveau de janvier 1988. Les prix des produits alimentaires ont continué à progresser en moyenne trimestrielle (+ 6,9 %) mais cette hausse masque un net retournement de tendance depuis le mois d'août 1988. L'impact, moins sévère que prévu, de la sécheresse sur la production américaine de soja et de maïs et les déséquilibres persistants sur les marchés de produits tropicaux sont à l'origine de la baisse récente.

### Indices des prix de détail au Royaume-Uni



Sources : CSO, calculs OFCE

Au Royaume-Uni l'indice des prix de détail a augmenté de 1 % au mois d'octobre portant à 6,4 % le taux d'inflation au cours des douze derniers mois. Sur cette même période les prix de l'habillement et de la chaussure se sont accrus de 6,0 %, mais c'est essentiellement du marché du logement que proviennent les pressions inflationnistes les plus importantes. Sous l'effet conjugué d'un renchérissement des loyers dans un premier temps et des augmentations répétées des taux d'intérêt hypothécaires depuis le mois de juillet l'indice des prix du logement (acquisition et utilisation) s'est accru de 27 % sur un an. Pour le seul mois d'octobre cet indice a augmenté de 3,6 %. Mesuré hors logement le taux annuel d'inflation est resté quasiment stable au cours des trois derniers mois, à 4,5 % en moyenne.

L'Observatoire Français des Conjonctures Économiques (OFCE) publie sous le même titre « Observations et diagnostics économiques » une Revue trimestrielle et, le quatrième mercredi du mois, une Lettre mensuelle. Les signataires s'expriment à titre personnel.

ABONNEMENTS Tarifs 1988	LETTRE 10 n°/an	REVUE 4 n°/an	REVUE ET LETTRE
Institutions, Entreprises	140 F	310 F	400 F
Particuliers	70 F	200 F	240 F

Les demandes d'abonnement sont à adresser à l'OFCE avec un chèque à l'ordre de FNSP-OFCE-Publications.