

N° 66 - Vendredi 30 juin 1989

L'ECONOMIE S'ORIENTE BIEN, MAIS EST-ELLE PILOTEE ?

En l'espace de dix-huit mois nous sommes passés successivement d'une atmosphère de fin du monde à une attente de fin de cycle, puis à l'annonce d'un simple infléchissement de la conjoncture. A tel point que certains mettent en cause l'idée même de ralentissement et parlent d'une pause dans le retour à la croissance des années de pré-crise. Nous examinerons ce qu'est la conjoncture internationale en ce printemps 1989, et les comportements de dépense qui la sous-tendent, pour juger des orientations des flux de demande et d'offre. Nous essaierons ensuite d'apprécier dans quelle mesure il y a ralentissement spontané et le rôle que jouent les politiques économiques.

Un ralentissement provisoirement limité aux Etats-Unis

Les prévisions successives formulées pour les principaux pays reflètent les inflexions de tendances en cours. Aux Etats-Unis le PNB a été régulièrement revu en hausse pour 1988, il est stabilisé, voire rabaisé pour 1989 et très fréquemment réduit pour 1990. Pour le Japon seule une partie des prévisions ont été relevées pour 1989, et les autres s'aligneront prochainement. Quant à l'Europe les prévisions pour cette année ont été déjà rehaussées d'un demi-point depuis l'automne précédent ; plusieurs pays annoncent à présent des chiffres encore supérieurs, qui pourraient également minimiser le ralentissement de l'an prochain.

L'activité récente étaye ces pronostics. Aux Etats-Unis une accalmie est venue tempérer dès février le sursaut de la fin 1988, et la production industrielle n'augmente plus guère (+0,3 % en quatre mois) ; le produit intérieur brut du premier trimestre a surpris par sa faible augmentation (moins de 2 % l'an). En revanche la production japonaise, un moment

perturbée par le deuil de Hiro Hito, progresse rapidement. En Europe la confiance des industriels s'est maintenue et leurs perspectives de production ne se sont que modérément infléchies ; en combinant les acquis positifs de la fin 1988 et les tendances actuelles encore favorables il est donc tentant d'y pronostiquer une bonne année 1989.

L'analyse du commerce international renforce l'optimisme. Le déficit extérieur mensuel US est passé en dessous des 10 milliards de dollars ; les importations augmentent moins et les exportations gagnent du terrain. Les statistiques japonaises et allemandes recourent cette impression : le Japon a accru ses achats à l'étranger et lui vend moins ; le surplus s'est réduit en mai et stabilisé en dollars pour les cinq premiers mois de l'année au niveau de l'an passé et en retrait de 1987. Les exportations de la RFA restent satisfaisantes pour les produits finis, avec des marchés porteurs (CEE et pays de l'Est) et d'autres qui stagnent ou reculent (OPEP, USA) ; les importations allemandes augmentent en provenance des Etats-Unis et de l'Europe. De tout cela il ressort une impression de forte activité hors USA, dont ceux-ci ont pu largement bénéficier. Le rééquilibrage international, dont beaucoup doutaient qu'il se prolonge après la mi-1988, a marqué un nouveau point en ce début d'année. Il en marquera d'autres, à observer les tendances des nouvelles économies industrielles. Celles-ci combinent, à la suite du Japon, forte demande interne et réévaluation de leurs monnaies. Taïwan a réduit d'un tiers l'an passé son excédent vis-à-vis des Etats-Unis et ses exportations exprimées en dollars ne progressent plus sur un an que de 8 % au premier trimestre 1989 (près de 40 % à la mi-1987). Il est suivi, avec près d'un an de décalage, par la Corée du Sud, puis viendront Hong-Kong et Singapour.

Les indicateurs avancés internationaux élaborés par la CEE avaient repris leur progression au printemps 1988, soulignant ainsi le caractère éphémère des inquiétudes liées au krach boursier ; ils ont reculé en fin d'année dernière, étayant l'idée de modération à venir de la croissance mondiale. La hiérarchie des ralentissements attendus est en raison directe des niveaux d'activité déjà atteints : avant tout l'Amérique du Nord, suivie des autres pays à haut revenu, puis des économies nouvellement industrialisées, et enfin des pays en voie de développement. Cette diffusion s'opérerait dans un délai de deux à trois trimestres.

Des caractéristiques de fin de cycle

Les cours des produits de base sont toujours très sensibles aux fluctuations de l'activité. Leurs deux derniers pics de juin et décembre 1988 correspondent bien à l'inflexion

Europe

En % par rapport à l'année précédente*

| Prévisions pour | 1988 | | 1989 | | 1990 |
|---------------------|--------------|----------|--------------|----------|----------|
| | Octobre 1988 | Mai 1989 | Octobre 1988 | Mai 1989 | Mai 1989 |
| Faites en | | | | | |
| Consommation privée | 3,1 | 3,4 | 2,4 | 2,6 | 2,4 |
| FBCF totale | 5,9 | 6,6 | 3,5 | 4,8 | 3,4 |
| Exportations | 4,6 | 5,2 | 4,3 | 5,2 | 4,4 |
| Importations | 6,5 | 7,8 | 4,6 | 5,5 | 4,5 |
| PIB | 3,1 | 3,6 | 2,3 | 2,8 | 2,4 |
| Prix du PIB | 3,2 | 3,8 | 3,4 | 4,1 | 3,9 |

* Moyennes pondérées des prévisions faites par divers instituts membres de l'AIECE.

de la croissance mondiale, puis au maximum du taux d'utilisation des capacités de production américaines. Leur repli récent concorde avec plusieurs indices du tassement de la demande et de la production de biens intermédiaires : ralentissement de la formation de stocks aux Etats-Unis, baisse des exportations allemandes, réduction des carnets français de commandes étrangères. Ce sont bien là les prémices d'une modération du commerce mondial.

La consommation des ménages se retourne généralement la première. Elle devrait donc s'être assagie là où le ralentissement de l'activité se fait sentir. En effet les ventes au détail baissent aux Etats-Unis depuis six mois. Au Japon la consommation s'accroît d'au moins 5 % l'an grâce aux gains de pouvoir d'achat et à un faible taux de chômage. Dans la CEE la situation est plus mitigée : les prévisions tablent sur une moindre hausse de la consommation dès cette année, en raison notamment de taux de chômage toujours élevés qui pèsent sur les salaires ; cette vue paraît confirmée par les enquêtes auprès des ménages qui s'avèrent depuis la mi-1988 moins satisfaits de leur situation financière et moins portés à faire des achats importants. Mais l'essentiel de la dégradation de l'opinion des ménages provient des Britanniques.

Le logement est l'autre domaine dont le recul préfigure fréquemment les baisses de tonus économique. Sa sensibilité aux taux d'intérêt le handicape nettement aux Etats-Unis, où les mises en chantier se sont repliées dès le début de l'année. Au Japon et en Europe, où les conditions de financement n'ont pas été resserrées autant, la demande a continué à bénéficier plus longtemps de la hausse du pouvoir d'achat, et aussi des gains en capital. Le retournement du marché a été cependant engagé dès le second semestre 1988 au Royaume-Uni et au Japon où les prix ont le plus flambé.

L'investissement productif est le mieux orienté. Les capacités de production sont utilisées à un taux critique aux Etats-Unis (environ 84 % depuis janvier) et encore plus en Europe (plus de 86 %), tout au moins au Royaume-Uni, en RFA et en France. Les branches les plus saturées appartiennent aux biens intermédiaires jusqu'à ce début d'année : caoutchouc, papier, raffinage de pétrole, métaux. C'est là où la détente est intervenue récemment. Par contre les industries de biens d'équipement, qui, en dehors de la mécanique, disposaient encore de marges inemployées, sont davantage sollicitées. Au Japon, le fort investissement des années récentes (+ 10 % pour l'année fiscale 1987 et plus de 16 % en 1988), qui a atteint dans le secteur manufacturier un pic à la mi-1988 (+ 35 %) a permis jusqu'à présent d'éviter les pénuries d'offre (taux de 83 % à la fin 1988).

A la suite des efforts d'équipement actuellement entrepris, 1989 paraît être l'année où les tensions sur l'appareil de production seront partiellement maîtrisées. Aux Etats-Unis les récents

relèvements de projets de dépenses d'investissement font attendre une croissance des capacités industrielles comprise entre 3 et 5 %. Au Japon on se situerait un peu au dessus de 4 % et vraisemblablement plus en 1990. En Europe la part des investissements consacrés à l'extension des capacités s'est relevée pour 1988 et 1989 et atteindrait cette année près du tiers du total. Mais cela est vrai surtout des petits pays (Pays-Bas, Belgique, Portugal et Grèce), les rationalisations demeurant importantes en RFA (près de la moitié des dépenses), Italie, Royaume-Uni et Espagne. La France se situerait dans la moyenne européenne. Dans ces conditions la croissance des capacités en Europe n'excèdera guère 2 % cette année et 3 % l'an prochain.

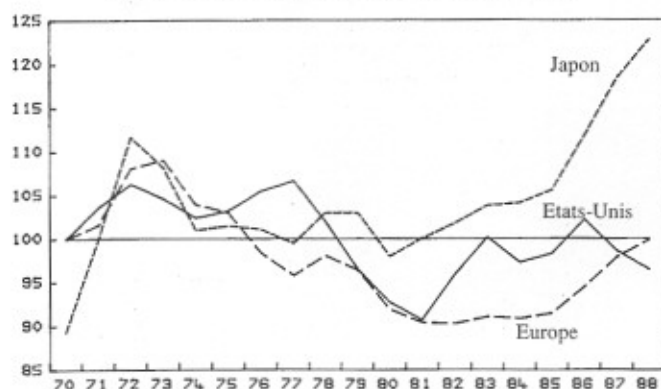
Ces évolutions de la demande et de l'offre privées semblent, elles-aussi, permettre de conclure à la poursuite du rééquilibrage des échanges internationaux. Les tensions sur l'appareil de production américain, qui avaient paru limiter le développement des exportations iraient en s'amenuisant, cependant que celles concernant le Japon et l'Europe, surtout la RFA, se poursuivraient, voire s'accroîtraient temporairement. Ces deux grands pays exportateurs verraient ainsi leurs livraisons à l'étranger bridées, notamment celles de biens d'équipement, et, pour la RFA, aussi celles de biens de consommation.

Des politiques économiques au profil bas

L'analyse précédente nous fait conclure à l'amorce d'un retournement cyclique aux Etats-Unis, ainsi qu'à l'accumulation de signes précurseurs au Japon, et plus encore en Europe. Dans quelle mesure ce retournement est-il spontané ou bien dû à l'action des pouvoirs publics ?

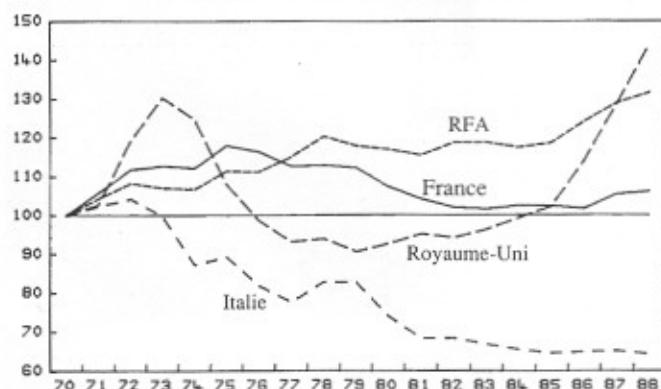
Aux Etats-Unis les consommateurs restent confiants pour leur situation financière. Cependant les intentions d'achat de logement et de biens durables reculent. La période inhabituellement longue de renouvellement des parcs immobiliers et d'équipement du ménage a pu entraîner une certaine saturation. Ceci minimise l'influence de la politique monétaire, sans toutefois lui dénier tout impact. D'une part les charges de remboursement pour l'acquisition de logements sont alourdies par le renchérissement des taux d'intérêt, leur déductibilité ayant diminué en même temps que les taux d'imposition. D'autre part, si les changements de la structure démographique américaine deviennent favorables à l'épargne, mener une politique monétaire vigilante ne peut qu'accentuer une telle tendance. De fait la remontée du taux d'épargne des ménages américains depuis le début 1988, due initialement à l'accroissement des prélèvements de retraite par capitalisation, semble indiquer que l'accumulation patrimoniale, interrompue depuis le début des années quatre-vingt, pourrait retrouver une nouvelle impulsion.

1. Taux de liquidité de l'économie. OCDE



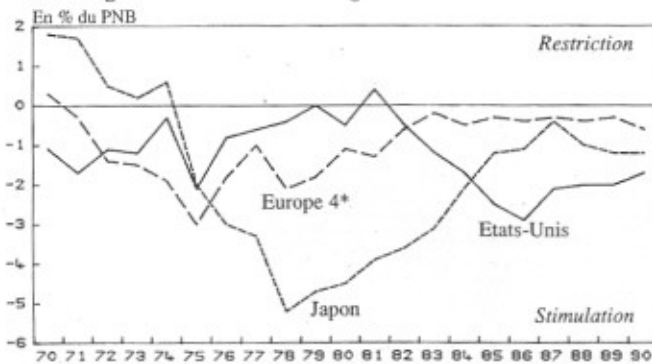
Sources : OCDE, CEE, estimations OFCE.
Agrégats utilisés : Japon (M2 + CD), Etats-Unis (M3), Europe (divers).

2. Taux de liquidité de l'économie



Sources : OCDE, CEE, estimations OFCE.
Agrégats utilisés : RFA (M3), France (M3), Royaume-Uni (£M3), Italie (M2).

3. Degré de stimulation budgétaire délibérée. OCDE



Sources : OCDE, estimations OFCE.

*Europe 4 = RFA, France, Royaume-Uni, Italie.

Au Japon le taux d'épargne se redresse depuis maintenant cinq ans, en dépit du vieillissement de la population qui tendrait plutôt à le réduire. Mais il s'agit essentiellement d'un effet-revenu qui s'accompagne d'un niveau record de confiance des consommateurs. On ne peut donc parler pour le moment d'inflexion spontanée des dépenses, ce qui n'empêche pas une progression toujours rapide du patrimoine net exprimé en années de revenu.

En Europe, où il n'y a ni saturation à l'américaine ni croissance à la japonaise, le taux d'épargne est resté plutôt stable en moyenne, à un niveau relativement bas. Les opportunités de crédit offertes aux particuliers ont contribué à doper les achats de biens durables, notamment d'automobiles. Les déréglementations introduites en ce domaine (depuis 1981 au Royaume-Uni, 1986 en France, mais pas encore en Italie) ont libéré un flux d'opportunités qu'une politique de taux d'intérêt élevés ne pourra endiguer que très lentement.

Dans des économies où les restrictions quantitatives disparaissent les unes après les autres, le taux d'intérêt pourrait retrouver sa fonction d'équilibre intertemporel. Cependant, dans l'intervalle, tant que la demande d'emprunt ne s'est qu'incomplètement exprimée, les flux d'intérêt restent insuffisamment élevés pour qu'une politique monétaire retrouve toute son efficacité. Elle ne peut y parvenir qu'au prix d'une hausse très forte des taux d'intérêt et lorsque le cycle de renouvellement des biens durables est proche de son terme.

Le degré de rigueur ou de laxisme de la politique monétaire se mesurait traditionnellement soit au niveau des taux d'intérêt réels, soit à la quantité de monnaie en circulation. En dépit des objections faites aux approches quantitatives (difficultés de mesure et instabilité) il reste utile de comparer sur longue période des taux de liquidité aux États-Unis, au Japon et en Europe (graphiques 1 et 2).

Sachant que les innovations financières ont surtout pris corps aux États-Unis et au Royaume-Uni au début des années quatre-vingt, on peut avancer que le relâchement intervenu aux États-Unis à partir de 1982 a été moindre qu'il ne paraît sur le graphique et que la situation présente peut être jugée comme au moins aussi restrictive qu'en 1979. La liquidité paraît moins restreinte en Europe, avec des situations par pays très diverses. Elle est redevenue très abondante au Japon en trois ans. Peut-on pour autant dire que le Japon est totalement laxiste ou que la RFA mène en permanence une politique d'aisance monétaire ? Que signifie la baisse du taux de liquidité italien ? Ce n'est pas sans doute pas tant la tendance absolue de ces taux qui compte, mais leur évolution relative à celle du rapport patrimoine-revenu : en fait les taux de liquidité s'élèvent d'autant plus que les ratios patrimoine-revenu le font eux-mêmes. Il n'y aurait donc pas alors préférence accrue pour la liquidité, les encaisses liquides ou à court terme progressant moins que les placements longs

et les titres. L'Italie se distingue, comme souvent : le taux de liquidité baisse d'un tiers, alors que le ratio patrimoine financier-revenu a crû de moitié sur les quinze dernières années. Ceci souligne l'influence des modes de financement de l'économie sur la composition du patrimoine : en bref l'Etat s'endette lourdement sur le marché financier et subventionne les entreprises qui ont ainsi peu recours au crédit bancaire. Les taux d'intérêt élevés facilitent le placement des emprunts publics auprès des ménages, mais alourdissent la charge de la dette publique.

Le degré de stimulation budgétaire doit aussi être remis dans une perspective longue si l'on veut juger de son caractère expansif ou non. Une approximation en est donnée ici en cumulant les variations annuelles des actions délibérées des administrations (graphique 3). Les courbes sont calées en tenant compte de la dernière situation d'équilibre de plein emploi. Une valeur négative représente en principe une année de stimulation budgétaire. Celle-ci demeure la plus forte aux États-Unis et serait la plus faible en Europe. Le rapprochement entre États-Unis et Japon est net dans la période 1986-1989. La convergence devrait se prolonger l'an prochain. L'Europe est loin d'être homogène. La stimulation italienne, en rapport avec les subventions et paiement d'intérêt précités, tranche avec le caractère restrictif du Royaume-Uni. Mais celui-ci est plus récent qu'il ne semble, les recettes pétrolières ayant gonflé l'excédent britannique dans les années quatre-vingt. La RFA gère son budget de manière équilibrée sur le long terme et abandonne à présent l'attitude restrictive qu'elle avait de 1983 à 1987. La politique économique française a toutes les apparences de l'austérité : le budget des administrations semble avoir imperturbablement correspondu à un excédent de plein emploi, voisin de 3 % du PNB depuis 1985 ; le taux de liquidité a été ramené en 1981-1982 à son niveau de 1970 et ne s'est accru modérément que récemment. La stimulation serait donc un mot inconnu dans notre administration, en dépit du nombre élevé de keynésiens qu'abrite l'hexagone.

Ceci nous ramène à l'efficacité de la politique économique. Peut-on freiner une économie qui recouvre la santé au point d'en être exubérante ? C'est le problème posé aux États-Unis et au Royaume-Uni. Peut-on relancer une économie languissante ? C'est le défi auquel se sont heurtés les pouvoirs publics français depuis 1975. Le résultat paradoxal peut être que les politiques économiques sont contraintes d'être expansives quand tout va bien et restrictives quand tout va mal. Telles pourraient bien être la leçon des deux dernières décennies et la raison pour laquelle la déréglementation prend de plus en plus le pas sur l'interventionnisme. Mais aura-t-on plus de régularité dans la croissance parce que l'on a pris conscience des contraintes qui s'imposent à la politique économique ? Dans la phase actuelle le désengagement de l'Etat passe par une réduction de la part des dépenses publiques de biens et services dans le PNB. Or les investissements collectifs et les rémunérations du secteur public étaient les instruments les plus directs d'action de l'Etat sur l'économie. Simultanément la floraison de réformes fiscales vise à détacher le capital et réduire la progressivité de l'impôt. Or ces impôts constituaient des stabilisateurs automatiques de l'activité.

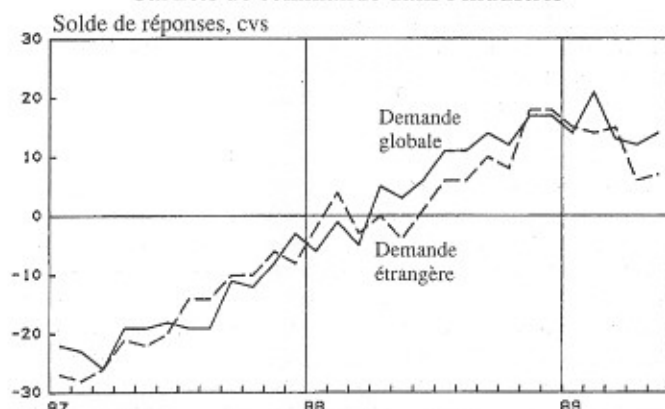
Les changements budgétaire et monétaire se conjuguent aujourd'hui pour réduire la viscosité des économies. Le marché unique européen, version britannique, voire allemande, contribuera à accroître la mobilité des capitaux. Il ne faudra pas s'étonner si après la période actuelle d'optimisme retrouvé, l'économie mondiale connaît des embardées de plus en plus incontrôlées. La prochaine vague soulèvera la barque. Une des suivantes pourrait bien la faire chavirer, faute de pilote.

Philippe SIGOGNE

Directeur du département des diagnostics de l'OFCE

FRANCE

Carnets de commande dans l'industrie

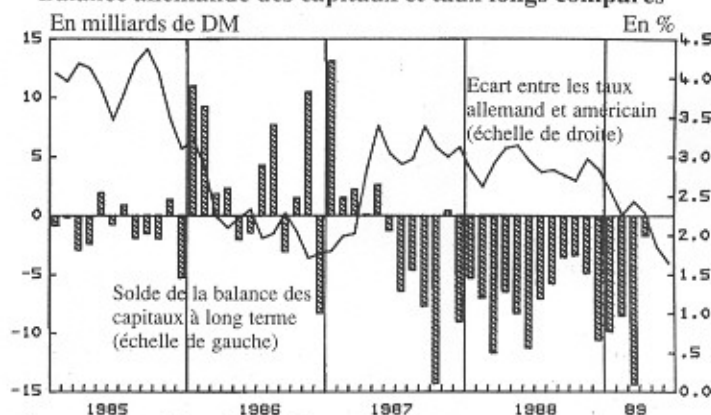


Source : INSEE, enquête mensuelle de mai 1989.

Les commandes étrangères de l'industrie ont fléchi depuis avril, entraînant un repli de la demande globale. Le recul fut le plus précoce (février) et le plus marqué dans les biens intermédiaires, qui avaient initié la reprise au début de 1987. Presque tous les sous-secteurs y ont concouru : métallurgie, matériaux de construction et chimie. Pour l'instant les exportations industrielles civiles ont peu souffert de ce tassement : -2,2 % en avril par rapport à la moyenne mensuelle très élevée du premier trimestre (en progrès de 10,5 % sur le dernier trimestre 1988). La production manufacturière (hors énergie) a fléchi modérément en février et mars, mais a de nouveau progressé en avril. L'allongement des délais de livraison, dû à la saturation des capacités de production, atténuera, au cours des prochains mois, l'effet du tassement des commandes sur l'activité.

ÉTRANGER

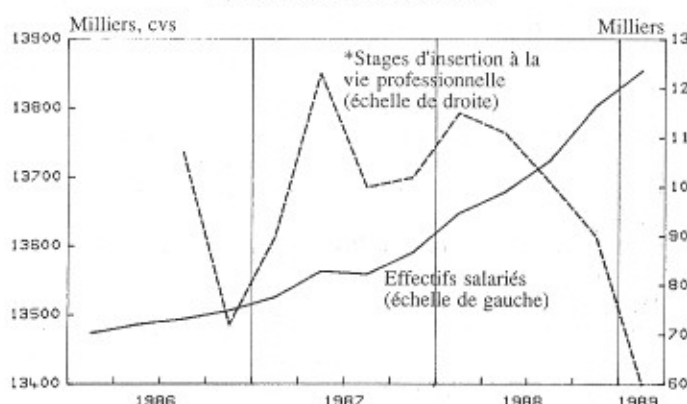
Balance allemande des capitaux et taux longs comparés



Sources : Bundesbank, OFCE.

La balance ouest-allemande des capitaux à long terme s'est soldée en avril par un déficit de 1,677 milliard de DM, en net recul par rapport au mois de mars (14,764 milliards de DM). Cette amélioration succède à une amplification du mouvement de sortie nette des capitaux longs au cours du premier trimestre de 1989 (-33 milliards de DM) par rapport au rythme déjà rapide de l'année dernière (-16 milliards de DM par trimestre en moyenne). Ces sorties de capitaux à long terme avaient contribué à rapprocher les niveaux de rémunération aux Etats-Unis et en RFA. L'atténuation du mouvement en avril coïncide avec la suppression de la retenue à la source. Il est cependant trop tôt pour en apprécier l'impact réel. La convergence persistante des taux allemand et américain en mai et juin suppose des tensions sur le marché des capitaux allemands.

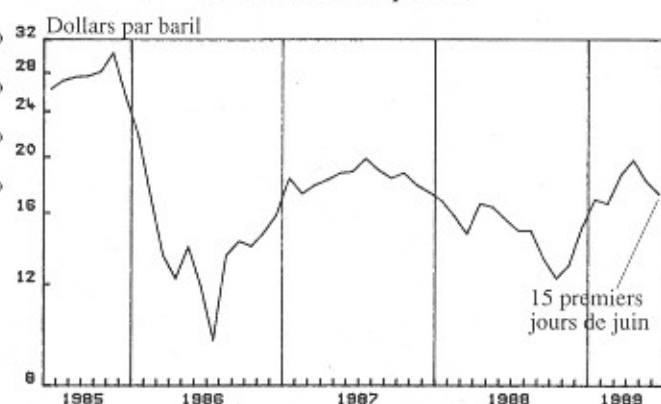
Effectifs salariés et SIVP*



Sources : INSEE, ministère du Travail.

Les effectifs salariés continuent de progresser vivement : 50 400 emplois ont été créés au premier trimestre (+0,4 %). L'UNEDIC annonce même plus de 100 000 embauches. L'amélioration est sensible dans tous les secteurs, y compris dans l'industrie qui, hors intérim, redevient créatrice nette d'emplois (+0,2 %). Le secteur tertiaire (+0,5 %) et le bâtiment (+0,5 %) poursuivent les embauches au rythme soutenu de 1988. Ces progrès ont été acquis en dépit d'un effondrement du nombre de stages d'insertion à la vie professionnelle (-30 % au premier trimestre, -50 % en un an), ces stages étant désormais plus sévèrement réglementés. Avec le recul des TUC (-12,8 % en un an) l'ensemble du traitement social marque le pas, empêchant que la bonne tenue de l'emploi se traduise pleinement dans les chiffres du chômage.

Prix du baril de pétrole



Source : relevé quotidien des cotations du Brent.

Le prix du pétrole de mer du Nord (Brent), qui s'était fortement redressé depuis le mois de décembre 1988, approchant 20 dollars le baril en avril, a perdu 2 dollars à l'issue de la réunion de l'OPEP de début juin, revenant à 16,3 dollars au milieu du mois. Le refus explicite du Koweït de respecter le quota de production qui lui est attribué, conjugué à l'augmentation du plafond de production décidée par l'Organisation (19,5 millions de barils par jour pour le second semestre de 1989 au lieu de 18,5 au premier semestre) est à l'origine de la chute des cours. En mai les treize pays de l'OPEP produisaient 21 mbj de pétrole brut. Outre le Koweït, l'Arabie Saoudite et les Emirats Arabes Unis dépassaient leur quotas. Sur l'ensemble du premier semestre de 1989 le prix du Brent s'établit à 18 dollars, au lieu de 14 dollars au second semestre de 1988.

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

| ABONNEMENTS Tarifs 1989 | LETTRE 10 n°/an | REVUE 4 n°/an | REVUE ET LETTRE |
|----------------------------|--------------------|------------------|--------------------|
| Institutions, Entreprises | 150 F | 330 F | 420 F |
| Particuliers | 75 F | 210 F | 250 F |

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